

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty obchodní společnosti vybranými oceňovacími metodami
Determination of the Value of a Trading Company Using the Selected
Valuation Methods

Student: Bc. Jana Šuláková
Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph. D.

Ostrava 2019

VŠB - Technická univerzita Ostrava

Ekonomická fakulta

Katedra podnikohospodářské

Zadání diplomové práce

Student:

Bc. Jana Šuláková

Studijní program:

N6208 Ekonomika a management

Studijní obor:

6208T020 Ekonomika podniku

Téma:

Stanovení hodnoty obchodní společnosti vybranými oceňovacími metodami

Determination of the Value of a Trading Company Using the Selected Valuation Methods

Jazyk vypracování:

čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování podniku
 3. Charakteristika podniku
 4. Stanovení hodnoty obchodní společnosti
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-42-2.

PRATT, Shannon P. and Alina V. NICULITA. *Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies*. 5th ed. New York: McGraw-Hill, 2008. ISBN 978-0-07-144180-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 23.11.2018

Datum odevzdání: 26.04.2019



Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry

prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
děkan fakulty

Poděkování

Ráda bych poděkovala Ing. Josefu Kašíkovi, Ph. D. za pomoc při zpracování diplomové práce, čas, cenné rady a odborné vedení. Rodině a přátelům děkuji za podporu. Poděkování také patří manažerům obou společností za poskytnutí informací, odborných materiálů a sdělení cenných zkušeností.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracovala samostatně a s použitím uvedené literatury.

V Olomouci, dne 26. 4. 2019

Jana Puláková

OBSAH

1	Úvod.....	6
2	Teoretická východiska oceňování podniku	8
2.1	Základní pojmy.....	9
2.1.1	Podnik.....	9
2.1.2	Kapitálové společnosti a družstva	10
2.1.3	Evropská společnost	12
2.1.4	Kategorie hodnoty	14
2.1.5	Cena.....	16
2.2	Postup při ocenění podniku	18
2.2.1	Sběr vstupních dat	18
2.2.2	Analýza dat.....	19
2.2.3	Finanční analýza.....	20
2.2.4	Sestavení finančního plánu.....	25
2.2.5	Rozdělení aktiv.....	27
2.2.6	Ocenění podniku	27
2.3	Metody oceňování	28
2.3.1	Metody oceňování nemovitého majetku	28
2.3.2	Metody oceňování movitého majetku	29
2.3.3	Metody pro finanční ocenění podniku	29
2.3.4	Výnosové metody.....	30
2.3.5	Tržní metody – ocenění na základě analýzy trhu	33
2.3.6	Ocenění na základě analýzy majetku	34
2.3.7	Předpoklad going-concern.....	34
3	Charakteristika podniku	35
3.1	Historie utváření podniků a jejich vazeb od založení	35

3.1.1	Skupina Esora.....	35
3.1.2	Společnost Velen SI	37
3.1.3	Esora PL	38
3.1.4	Esora SK.....	39
3.1.5	Esora HU	39
4	Stanovení hodnoty obchodní společnosti	41
4.1	Podklady pro zpracování ocenění	41
4.1.1	Odvětvová analýza	41
4.1.2	Účetní výkazy.....	43
4.2	Finanční analýza	44
4.2.1	Horizontální analýza	44
4.2.2	Vertikální analýza	45
4.2.3	Poměrové ukazatele.....	46
4.2.4	Závěr finanční analýzy	49
4.3	Sestavení finančního plánu	50
4.3.1	Výnosy, náklady.....	50
4.4	Rozdělení aktiv	52
4.4.1	Provozně nutný pracovní kapitál	52
4.4.2	Provozně nutný dlouhodobý majetek	53
4.4.3	Cizí zdroje	54
4.4.4	Účetní výkazy I. fáze plánu	54
4.4.5	Výpočet volných peněžních toků	54
4.4.6	Náklady kapitálu	55
4.5	Ocenění metodou DCF entity	56
4.5.1	Současná hodnota první fáze plánu	56
4.5.2	Pokračující hodnota a její současná hodnota.....	56
4.5.3	Hodnota netto společnosti Velen SI	57

4.5.4	Výsledná hodnota metodou DCF entity	58
4.6	Ocenění metodou srovnatelných transakcí	58
5	Porovnání a zhodnocení výsledků	61
6	Závěr.....	62
	Seznam použité literatury	63
	Seznam zkratk	67
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	68

1 Úvod

Trendem podnikatelského světa současnosti je, mimo globalizace, také stále větší koncentrace majetku. Velké podniky vlastnicky propojené, které jsou ve velké míře také společně ovládané, hrají ve světové ekonomice stále větší roli. Tyto ekonomické celky disponují s velkým objemem kapitálu, zaměstnávají velká množství lidí a svým chováním ovlivňují vývoj v celých tržních odvětvích. Správná či chybná rozhodnutí managementu tak mohou ovlivnit vývoj organizace a celého jejího okolí na mnoho let dopředu.

V současné době se stále častěji setkáváme se změnami vlastnictví nejen velkých, ale i malých společností a jejich částí. Těmito změnami mohou být rozdělení podniku, sloučení s jinou částí, oddělení části firmy či likvidace podniku. Důvody pro tyto aktivity mohou být také velmi rozdílné. Možné je oddělení části podniku, který již není rentabilní a na jehož provozování již není zájem nebo vyčlenění provozu za účelem jeho zvláštního zaměření podnikání či méně riskantnějšího pronikání na nové trhy. Změny vlastnictví mohou být však také zaměřena na vytvoření silnější, kapitálově stabilnější společnosti, lépe odolávající změnám na velkém globalizovaném trhu.

Všechny strategické transakce ohledně nákupu, prodeje či likvidace podniku se nemohou obejít bez informací o hodnotě, která je často nejdůležitějším vodítkem při vyjednávání takto důležitého obchodu.

Projednávání samotné transakce nákupu a prodeje je zdoluhavým procesem, neboť vyjednávající partneři mají protichůdné zájmy: draze prodat a levně koupit. Samostatným podkladem při rozhodnutí investorů jsou informace o hodnotě podniku, jejich výkonnosti a celkovém zdraví firmy. Proto je důležité stanovit hodnotu podniku, jejíž postup má svá pravidla a zásady. Stanovení hodnoty společnosti je také obecným předmětem diplomové práce.

Společnost s ručením omezeným Velen SI podniká v oblasti obchodu s drobnou elektronikou na místním trhu již desítky let. V současnosti je její podnikání stále více ohrožováno pronikáním nadnárodních společností na místní trh, jejímž podmínkám se jí daří jen s problémy konkurovat. Proto, když přišla nabídka odkoupení podniku od firmy, se kterou již dlouhodobě spolupracuje, nabídka byla přijata.

Pro plánovanou transakci je pro prodávajícího i kupujícího důležité na základě hodnoty podniku určit vlastní cenu firmy, za kterou je možné v daném okamžiku obchod realizovat,

protože se při závěrečném vyjednávání mohou zohledňovat i další aspekty, které jsou často subjektivního charakteru. Vždy však záleží na tom, zda je budou obě zúčastněné strany akceptovat.

Pro ohodnocení podniku za účelem jeho prodeje v zadání práce bude respektováno především finanční ohodnocení.

Cílem práce je stanovení hodnoty obchodní společnosti (dále jen podniku) Velen SI vybranými oceňovacími metodami za účelem jejího převodu do vlastnictví firmy Esora CZ.

Ocenění podniku je směřováno k tržní hodnotě, která je předpokladem nejpravděpodobnějšího a efektivního využití majetku.

2 Teoretická východiska oceňování podniku

Pro každé strategické rozhodnutí je velmi důležité disponovat s množstvím relevantních informací, které se tak stávají jedním z nejdůležitějších podkladů pro rozhodování. Základním informacemi o podniku je jejich hodnocení.

V praxi se můžeme setkat s hodnocením podniku z mnoha různých pohledů a také důvody hodnocení firmy se v mnohém od sebe mohou lišit.

Dochází-li k prodeji podniku nebo jeho části, k prodeji podílu ve společnosti nebo k fúzi, je pro prodávajícího i kupujícího důležité znát tržní hodnotu společnosti. *Mařík (2007) uvádí, že tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn nebo prodán.*

Tržní cenu je dále nutné upravit o subjektivní aspekty. Mnoho teoretiků oceňování se přiklání k názoru, že hodnotu podniku je třeba považovat za jedinečný jev.

Hodnotou podniku tedy není prioritně pravděpodobná cena podniku na trhu, ale souhrn užitek konkrétního účastníka transakce. Subjektivní aspekty se v praxi u prodávajícího a kupujícího významně liší i přes fakt, že bývají zpravidla alespoň částečně oboustranně objektivně podloženy. Prodávající do těchto aspektů zahrnuje např. očekávání budoucího pozitivního vývoje společnosti, naproti tomu u kupujícího bude u subjektivních aspektů hrát významnou roli motiv koupě společnosti.

„Další skutečnosti mající vliv na váhu subjektivních aspektů v prodejní ceně je případná existence či neexistence konkrétního zájemce,“ jak uvádí Vochozka (2011, s. 10).

Postavení firmy především nejčastěji vyhodnocuje management pro vlastní podnikové potřeby. Jedná se o různá výkonnostní kritéria, která jsou stanovená pro hodnocení výkonnosti, plnění stanovených cílů managementu. Dále pro potřebu vlastníků podniku, kteří potřebují znát, jak se vyvíjí hodnota podniku jako celku, tzn. jak se zhodnocují jejich investice do firmy vložené.

Další neméně častou skupinou, která využívá informace o bonitě podniku a jejich hodnotících ukazatelích, jsou externí uživatelé představovaní bankami, pojišťovnami, obchodními partnery, dodavateli i odběrateli. Do této skupiny patří i odbory, zaměstnanci a často i státní a místní orgány.

Základem hodnoty podniku v této práci je tržní hodnota, a to v souladu se zadáním práce. Definici tržní hodnoty lze nalézt v mezinárodních oceňovacích standardech IVS, kde se tržní

hodnotou rozumí *odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejechtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu IVSC (2019)*, při jejímž uzavření by její strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Tržní hodnota podle mezinárodních oceňovacích standardů dále vychází z konceptu Highest and Best Use of property (nejlepší možné využití majetku). Jedná se o *nejpravděpodobnější využití majetku, které je fyzicky možné, náležitě oprávněné, právně dovolené, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku, jak je uvedeno IVSC (2019)*.

2.1 Základní pojmy

Pro samotnou práci ocenění podniku nutno specifikovat jednotlivé pojmy. Je velmi důležité upřesnit rozdíly mezi pojmy cena a hodnota a je nutno také specifikovat se rozumí pod pojmem firma, družstvo, společnost a podnik.

2.1.1 Podnik

Základním předpokladem práce je stanovení předmětu ocenění. Předmět ocenění je nutno vždy specifikovat, neboť je důležitý pro vymezení hodnoty firmy. Podnik jako předmět ocenění je definován v také legislativě Evropské Unie. Definice podniku v legislativě EU je nutno věnovat také pozornost, neboť se jedná o ocenění firmy z jiného členského státu EU, viz obrázek 2.1.

Dle *Doporučení Evropské komise z 6. května 2003, EUR-Lex (2019)*, které bylo zaměřeno na definici malých a středních podniků, byl podnik definován z důvodu sjednocení v rámci jednotného trhu, poskytování podpor a dotací a zlepšení soudržnosti a sjednocení politiky zaměřené hlavně na malé a střední podniky a zamezení narušení hospodářské soutěže.

Dle odst. 3. výše uvedeného Doporučení „*by měl být za podnik považován jakýkoli subjekt bez ohledu na jeho právní formu, vykonávanou hospodářskou činnost, včetně zejména subjektů podnikajících v řemeslné činnosti a další činnosti na individuálním nebo rodinném základě, obchodní společnosti nebo sdružení, která se běžně zabývají hospodářskou činností*“, EUR-Lex (2019).

Obchodní společnost definoval Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., kde podnik chápeme jako celek, tj. „*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání*“.

K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit“. Stará právní úprava byla však zrušena a zůstala nám definice z Nového Občanského zákoníku č. 89/2012 Sb.

Nová právní úprava však definuje jen Obchodní závod, jako organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti.

Obecně lze říci, že podstatnými znaky podniku jsou:

- Právní samostatnost, tj. způsobilost jednat a vystupovat samostatně, vlastním jménem na vlastní zodpovědnost,
- ekonomická samostatnost, tj. podnik disponuje s vlastními prostředky a hospodáří s nimi, má své výdaje, náklady, výnosy a příjmy a zisk,
- vývoj, uspořádání a vnitřní procesy: vstup – zpracování – výstup,
- plní funkce, ke kterým byl zřízen.

Pro účely ocenění společnosti však musíme chápat všechny hodnoty, které jsou zapotřebí k tomu, aby podnik plnil svou nejpodstatnější funkci – dosahoval zisku.

2.1.2 Kapitálové společnosti a družstva

Zákon o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb. nám přímo podniky či společnosti nedefinuje, ale dělí dle hlediska formy vlastnictví. Základní rozdělení činí na společnosti a družstva.

Společnosti se dále dělí na:

- veřejnou obchodní společnost,
- komanditní společnost,
- společnost s ručením omezením,
- akciovou společnost,
- evropskou společnost,
- evropské hospodářské zájmové sdružení.

Družstva se v základě člení na:

- družstva,
- evropská družstevní společnosti.

Společnosti i družstva tvoří vkladem svůj základní kapitál. Vklad společníka definuje velikost jeho vlastnického podílu. Ten představuje možnost rozhodovat o korporaci a hlasovat o ní a jejích významných změnách na valných hromadách. Vztahy, rozhodování o společnosti a setrvání společníků v nich, jsou, mimo kogentní ustanovení zákona, upraveny společenskými smlouvami (*Zákon o obchodních korporacích, 2015*).

Ovládací vztahy

Mezi společnostmi vznikají díky nákupu a prodeji jejich vlastnických podílů vztahy. Podle velikosti podílu na základním kapitálu a tím vzniklé možnosti ovládat druhou společnost nebo se podílet na rozhodování (§ 21a, zákona č. 563/1992 Sb.) o jejím osudu, hovoříme o podílu s podstatným vlivem (20 %) nebo s rozhodujícím vlivem (50 %), (*Zákon 500/2002. Účtová osnova a postupy účtování pro podnikatele, příloha č. 2.*).

Koncern

Podnik může být řízen druhou společností. Je-li podroben tomuto jednotnému řízení v rámci jednoho konceptu a politiky hovoříme o koncernu. Řídící osoba (společnost) s touto řízenou osobou (podnikem) v rámci podnikání tvoří koncernové závody.

Veřejná obchodní společnost

Veřejná obchodní společnost je společnost minimálně dvou osob, které se přímo podílejí na podnikání či správě jejího majetku. Společníci ručí za její dluhy společně a nerozdílně. Převod společníka ve Veřejné obchodní společnosti na rozdíl od ostatních typů společností není možný. *Společník však může ke společnosti přistoupit nebo z ní vystoupit*, jak dále uvádí *Zákon o obchodních korporacích, (2014)*.

Komanditní společnost

Komanditní společnost lze založit za účasti minimálně dvou osob. Společnost má dva typy společníků. Komanditisté, kteří ručí za závazky společnosti do výše svých nesplacených vkladů (omezeně). Patří jim jen polovina podílu na zisku (pokud společenská smlouva neurčuje jiný podíl), ale ztrátu komanditisté nenesou.

Druhý typ společníků, komplementáři, ručí za dluhy společnosti neomezeně. Všichni komplementáři jsou statutárním orgánem. Patří jim polovina vytvořeného zisku, ale nesou také celou tíži ztráty.

Společnost s ručením neomezeným

Tento typ kapitálové společnosti patří v České republice k nejčastěji zakládaným typům podniků. Jak uvádí *Zákon o obchodních korporacích, (2014), společníci ručí za dluhy společnosti do výše svých nesplacených vkladů*. Výše podílu jednotlivých společníků, se kterými jsou spojena nejen různá práva, ale i povinnosti, je na dohodě a stanovena ve společenské smlouvě.

Společnost s ručením omezeným může založit jen jedna osoba, v tom případě se sepisuje zakladatelská listina. Minimální výše vkladu u společnosti s ručením omezeným je Kč 1,-. Vklad může být peněžitý i nepeněžitý, avšak nepeněžitý vklad musí být oceněn odborným znalcem a schválen ostatními společníky. Také výše vkladu může být odlišná.

Za společnost jednají jednatelé a způsob jejich jednání za společnost stanoví společenská smlouva, o jejímž schválení rozhoduje valná hromada.

Akciová společnost

Základní kapitál akciové společnosti je rozvržen na určitý počet akcií. Jeho výše je minimálně Kč 2 000 000,- nebo EUR 80 000,-. Dle *Zákona o obchodních korporacích, (2014)* rozeznáváme dva systémy vedení akciové společnosti:

Dualistický systém, kdy představenstvu, které je statutárním orgánem, náleží obchodní vedení společnosti. Navrhuje rozdělení zisku a úhradu ztráty a je zodpovědné za plnění dalších, zákonem stanovených povinností. Představenstvo je voleno a odvoláváno valnou hromadou, případně dozorčí radou. Dozorčí rada kontroluje činnost představenstva.

Monistický systém, ve kterém je jmenován statutární ředitel, který zodpovídá za vedení akciové společnosti a kontroluje její činnost. Kontrolou statutárního ředitele je pověřena správní rada, jejíž činnost je organizována předsedou správní rady.

Družstvo

Družstvo lze založit na účelem podnikání nebo jiné činnosti. Nejméně tři zakládající členové družstva schválí na ustavující schůzi stanovy a zvolí představenstvo družstva a členy kontrolní komise. Nejvyšším orgánem je členská schůze.

2.1.3 Evropská společnost

V rámci spojování podniků v rámci Evropské unie je možný vznik i dalšího typu firmy, kterou je Evropská společnost. Evropská společnost je akciová společnost, jejíž právo upravuje *Zákon č. 627/2004 Sb. o evropské společnosti*. Základní právní poměry jsou

upraveny „nařízením Rady EU o statutu evropské společnosti“, jak uvádí *Zákon o evropské společnosti*, (2004). Jedná se o akciovou společnost se sídlem v kterémkoli členském státě Evropské unie. *Nařízení Rady Evropské Unie č. 2157/2001, o statutu evropské společnosti má v některých zemích přednost před aplikací vnitrostátních předpisů* (Špatná, 2010). Nařízení je doplněno směrnicí Rady Evropské Unie č. 2001/86/ES o zapojení zaměstnanců v působení na rozhodování orgánů evropské společnosti.

Nařízení je v právním řádu České republiky zakomponováno prostřednictvím výše uvedených zákonů. V České republice má Evropská společnost povinnost zápisu do obchodního rejstříku a obdobné povinnosti jako společnosti uvedené v Zákoně o obchodních korporacích. Její základní kapitál musí činit minimálně 120 000 EUR.

Jako akciová společnost dle Zákona o obchodních korporacích i *Evropská společnost je organizována obdobně dle dualistického či monistického systému*, (Dvořák, 2009). Její řídicí orgány tvoří:

- valná hromada,
- dozorčí orgán a správní orgán (dualistický systém) nebo
- správní orgán (monistický systém).



Obrázek 2.1: Podnikání v rámci EU

Zdroj: Interní zdroje podniku (2017)

2.1.4 Kategorie hodnoty

Hodnota zjednodušeně představuje odhad budoucích užiteků plynoucích z vlastnictví hodnoceného statku či ze získání služby. Z tohoto důvodu může mít jedna a tatáž věc pro různé subjekty různou hodnotu. „*Hodnota není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny, která by měla být zaplacená*“, jak uvádí Mařík (Sborník 2007, s. 86). Impulsem pro uskutečnění transakce často nejsou pouze ekonomické stimuly, ale i různé zvláštní zájmy jejich účastníků.

Znalost hodnoty podniku, ať už pro provádění diagnózy nebo pro směnu, resp. prodej, je velmi důležitá, ale její definice není až tak jednoduchá, jak by se mohlo zdát. Je možné sice uvést obecnou definici, kde pod pojmem hodnota podniku rozumíme teoretické ocenění, které provádí hodnotitel ke vztahu k ostatním statkům, přičemž nejčastější formou vyjádření hodnoty je v současnosti bezesporu peněžní částka. *Situace se značně komplikuje, pokud začneme počítat s různými kategoriemi hodnoty podniku, jak uvádí Kašík, Franek (2015).*

V tomto okamžiku je nutno vyhodnotit účel, za jakým je prováděno ocenění, neboť, *jak uvádí Pratt a Niculita (2008, s. 47) „užití kategorie hodnoty je ovlivněno účelem hodnocení ocenění. Rozdílná hodnota je použita při pokračování podniku a odlišná při předpokladu jeho likvidace“.*

Pro potřeby ocenění je však nutné se soustředit pouze na užitky vyjádřené v penězích. Hodnota podniku pak vychází z očekávaných budoucích příjmů převedených na jejich současnou (diskontovanou) hodnotu k datu ocenění – je to „*víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích*“, uvádí Mařík (2007, s. 20).

V mezinárodních účetních standardech je hodnota prakticky ztotožněna s tržní hodnotou. Základem stanovené hodnoty společnosti je tržní hodnota, proto jsou zde uváděny pojmy ve významu používaném v metodice tržního oceňování.

Tržní hodnota

Tržní hodnotu, jak je uvedeno výše, definují Mezinárodní oceňovací standardy (IVS International Valuation Standards). Tržní hodnota nereflektuje náklady transakce (prodeje či koupě majetku, resp. služby) a související daně. V pojetí International Valuation Standards je tržní hodnota založena na předpokladu Highest and Best Use (nejlepší a nejvyšší využití), které v podstatě znamená takové možné, proveditelné, legální a oprávněné využití majetku, které má za následek jeho nejvyšší hodnotu.

Definici tržní hodnoty lze nalézt také v normách evropské organizace znalců TEGoVA. Podle nich se tržní hodnotou rozumí přepokládaná částka, za kterou by aktivum mělo být

k datu ocenění směřeno mezikoupěčtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím v transakci nezávislých partnerů po náležitém marketingovém období, jak je výše uvedeno.

Za náležité marketingové období se považuje období, kdy majetková hodnota bude vystavena na trhu nejvhodnějším způsobem, aby se uskutečnil prodej (resp. směna) za nejlepší cenu, rozumně dosažitelnou podle tržní hodnoty.

Délka působení na trhu musí být dostatečná k tomu, aby se majetková hodnota dostala do centra pozornosti odpovídajícího množství potenciálních kupujících.

Z definice tržní hodnoty vyplývá, že tato nemusí být shodná s hodnotou stanovenou na základě tržního odstupu uvedeného v § 23, odst. 7, Zák. 586/1992 Sb., o daních z příjmů (2019), neboť na rozdíl od tržního odstupu nezohledňuje všechny aspekty převodu, jako jsou smluvní podmínky, vliv mimořádných okolností apod.

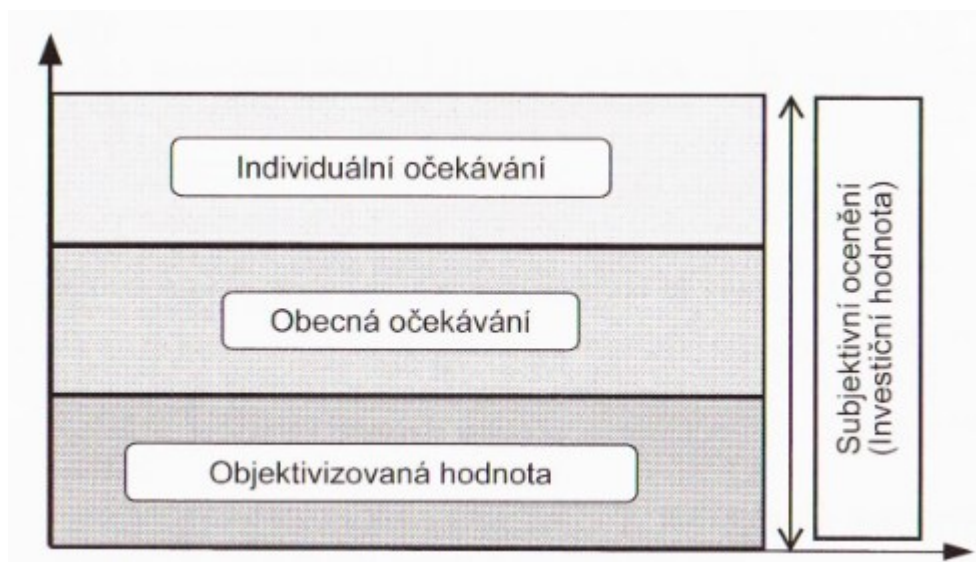
Jak uvádí Mařík (*Sborník 2007, s. 85*) „tržní hodnotu je pro účely praktického oceňování aktiv nutno chápat opatrněji, než je tomu v odhadcovské praxi běžné“.

Subjektivní hodnota

Subjektivní hodnota (investiční hodnota) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo skupinu investorů pro stanovení investičního cíle. Investiční hodnota může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota majetkového aktiva.

Objektivizovaná hodnota

Je to hodnota, která by měla být postavena na obecně uznávaných datech (*Hüttner, 2008*) a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Objektivní ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybíráno jen tolik, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata. O objektivizovanou metodu se snažíme tam, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav. Rozdíl mezi objektivizovanou hodnotou a subjektivním oceněním vystihuje obrázek 2.2.



Obrázek 2.2: Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění

Zdroj: Mařík (2007)

Hodnota při stávajícím využití

Tato hodnota bývá v praxi často ztotožňována s metodou tržní. Hlavním rozdílem je skutečnost, že není splněna podmínka nejlepšího a nejvyššího využití, přičemž se i nadále předpokládá pokračování v dosavadním využití oceňovaného aktiva.

2.1.5 Cena

Cena je směnná hodnota, tj. protihodnota potřebná pro získání zboží nebo služby ve směně. Obvykle se vyjadřuje peněžitou částkou, kterou je třeba při získání zboží (služeb) zaplatit za jednotku množství. Cena se může, ale i nemusí rovnat hodnotě. Prodejní cena může být utajovaná či veřejně dostupná, avšak vždy je historickou skutečností. Rozeznáváme více kategorií cen, lišících se od sebe často jen nepatrně. Jednotlivé odchylky je však nutno přísně respektovat.

Cena pořizovací

Cenu pořizovací lze též nazvat cenou historickou, neboť je to cena, za kterou by bylo možno stejnou nebo porovnatelnou věc pořídit v době jejího pořízení (novou, případně u nemovitostí, zejména u staveb, cena v době jejího postavení), bez odpočtu opotřebení. Pořizovací cena zahrnuje cenu pořízení a veškeré vedlejší pořizovací náklady (náklady související s pořízením věci – dopravné, clo apod.). Oceňují se takto zásoby, nehmotný i hmotný majetek.

Cena reprodukční

Reprodukční pořizovací cena je cena, za kterou by bylo možno stejnou či srovnatelnou věc pořídit v době jejího ocenění, bez odpočtu opotřebení. Používá se k ocenění investičního majetku. Pro její stanovení je důležitý odborný odhad. *Zjišťuje se u staveb buď položkovým rozpočtem nebo za pomoci agregovaných položek, nejčastěji však za pomoci technicko-hospodářských ukazatelů (THU) – jednotkových cen za 1 m³ obestavěného prostoru, 1 m² zastavěné plochy apod. (Hüttner, 2009).*

Cena zjištěná

Představuje cenu stanovenou podle zvláštního právního předpisu, kterým je Zákon č. 151/1997 Sb., O oceňování majetku v novelizovaném znění.

Věcná hodnota

Věcná hodnota neboli substanční hodnota, dle právního názvosloví časová cena věci. Reprodukční cena věci snižena o přiměřené opotřebení, *odpovídající průměrně opotřeбенé věci stejného stáří a přiměřené intenzity používání, ve výsledku pak případně snižena o náklady na opravu vážných závad (Hüttner, 2009)*, které znemožňují okamžité a řádné používání věci.

Obvyklá cena

Cena obvyklá je cena, která by byla dosažena při prodejkách stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. *Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv. Do její výše se však nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího, ani vliv zvláštní obliby (Hüttner, 2009).*

Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládána majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim.

Obvyklá cena je často zjednodušeně ztotožňována s cenou tržní. Ta je však myslitelná jen v případě uskutečněného prodeje, zatímco obvyklá cena není stanovována pro účely prodeje, avšak pro účely zjištění relativně objektivní hodnoty oceňované věci.

Definice, až na drobné rozdíly, v zásadě odpovídá definici tržní hodnoty, kterou lze nalézt v § 2, odst. 1. *Zákona o oceňování majetku č. 151/1997 Sb.*

Výchozí cena

Při výpočtech některých z výše uvedených cen (hodnot) je používán tento pojem pro cenu nové stavby, bez odpočtu opotřebení.

Cena administrativní

Pojmem cena administrativní, resp. někdy cena zjištěná, cena úřední, se označuje cena zjištěná podle cenového předpisu, tj. dle *Zákona o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. ve znění zákona č. 121/2000 Sb., č. 237/2004 Sb., č. 257/2004 Sb., č. 296/2007 Sb., č. 188/2011 Sb., č. 350/2012 Sb., č. 303/2013 Sb., č. 340/2013 Sb., č. 344/2013 Sb. a č. 228/2014 Sb. a tzv. prováděcích vyhlášek, tj. Vyhlášky č. 441/2013 Sb., k provedení zákona o oceňování majetku (oceňovací vyhláška), ve znění pozdějších předpisů (Vyhlášky č. 199/2014 Sb., Vyhlášky č. 345/2015 Sb., Vyhlášky č. 53/2016 Sb. a Vyhlášky č. 443/2016 Sb.), (CERM, 2018).*

2.2 Postup při ocenění podniku

Pro postup prací při oceňování je nutno si stanovit jednotlivé navazující kroky, které jsou přizpůsobeny předmětu ocenění, přímým podmínkám, dostupným informacím a použitým metodám. *Jak uvádí Mařík a kol. (2007, s. 53)* jsou doporučeny základní kroky:

- Sběr vstupních dat,
- analýza dat,
- sestavení finančního plánu,
- ocenění.

Dle rozsahu a velikosti podniku některé fáze mohou být zúženy nebo naopak dle použitých metod bude nutné se jiným věnovat hlouběji a šíře, neboť na ně musíme klást větší důraz a váhu.

2.2.1 Sběr vstupních dat

Na objemu a kvalitě vstupních dat závisí výsledná kvalita ocenění. Získání dat lze rozdělit, jak uvádí Mařík (2007, s. 55) do několika částí:

- a) Základní informace o podniku, které představuje název společnosti, její sídlo, identifikační číslo a předmět podnikání. K základním informacím patří znalost vlastnické struktury a organizace řízení podniku. Základní informace o podniku lze

získat z dat Obchodního rejstříku, který je veřejný. Mnoho informací lze zjistit zejména z veřejných listin společnosti, které jsou k dispozici i na webových stránkách Ministerstva spravedlnosti České republiky (2019).

- b) Ekonomická data, která jsou z předchozích let jsou povinně ukládána u rejstříkových soudů a zveřejňována na webových stránkách Ministerstva spravedlnosti České republiky. Zdroje pro analýzy jsou zejména ekonomické výkazy společnosti jako je rozvaha, výkaz zisků a ztrát, výkaz peněžních toků, výroční zprávy společnosti a auditorské zprávy. Velmi důležitým zdrojem informací pro ocenění je management společnosti, který vytváří podnikové plány, výhled a strategii podniku na několik let dopředu.
- c) Informace o relevantním trhu, tj. informace o trhu, na kterém se firma pohybuje, objem daného trhu a jeho vývoj.
- d) Konkurenční struktura relevantního trhu, informace o největších konkurentech, možnostech ohrožení a bariérách vstupu do odvětví.
- e) Odbyt a marketing představuje informace o hlavních předmětech odbytu, nosných částech výrobních programů, informace o nejdůležitějších odběratelích a jejich struktuře. Hlavní odbytové cesty, jejich výhody a nevýhody. Formy a metody segmentace trhu, výdaje na marketing, porovnání s konkurencí.
- f) Výroba – v této části se hodnotí charakter výroby (sériová, zakázková), její kapacita a technologická úroveň ve srovnání v dané oblasti a stáří výrobních zařízení, plánované investice a modernizace.
- g) Dodavatelé – struktura dodavatelů a jejich významnost. Závislost na dodávkách, vyhodnocení spolehlivosti a možná rizikovost.
- h) V části o pracovnících společnosti jsou sledovány informace o nárocích na jejich profesionalitu a kvalifikaci, o situaci na trhu práce, fluktuace. Dále je sledována, jak uvádí Mařík (2007, s. 56) „*atmosféra na pracovištích, nálady mezi zaměstnanci, míra ztotožnění s podnikem*“. V kategorii pracovníků jsou monitorovány osobní náklady, produktivita práce a porovnávány s konkurencí dle jednotlivých typů profesí.

2.2.2 Analýza dat

Analýza dat tvoří základní část postupu oceňování. Tvoří je několik částí, některé z nich však není nutno využít, pokud nejsou podstatné pro použitou metodu ocenění. V této práci bude provedena strategická analýza, finanční analýza, rozdělení aktiv a sestavení plánu (prognóza generátorů hodnoty).

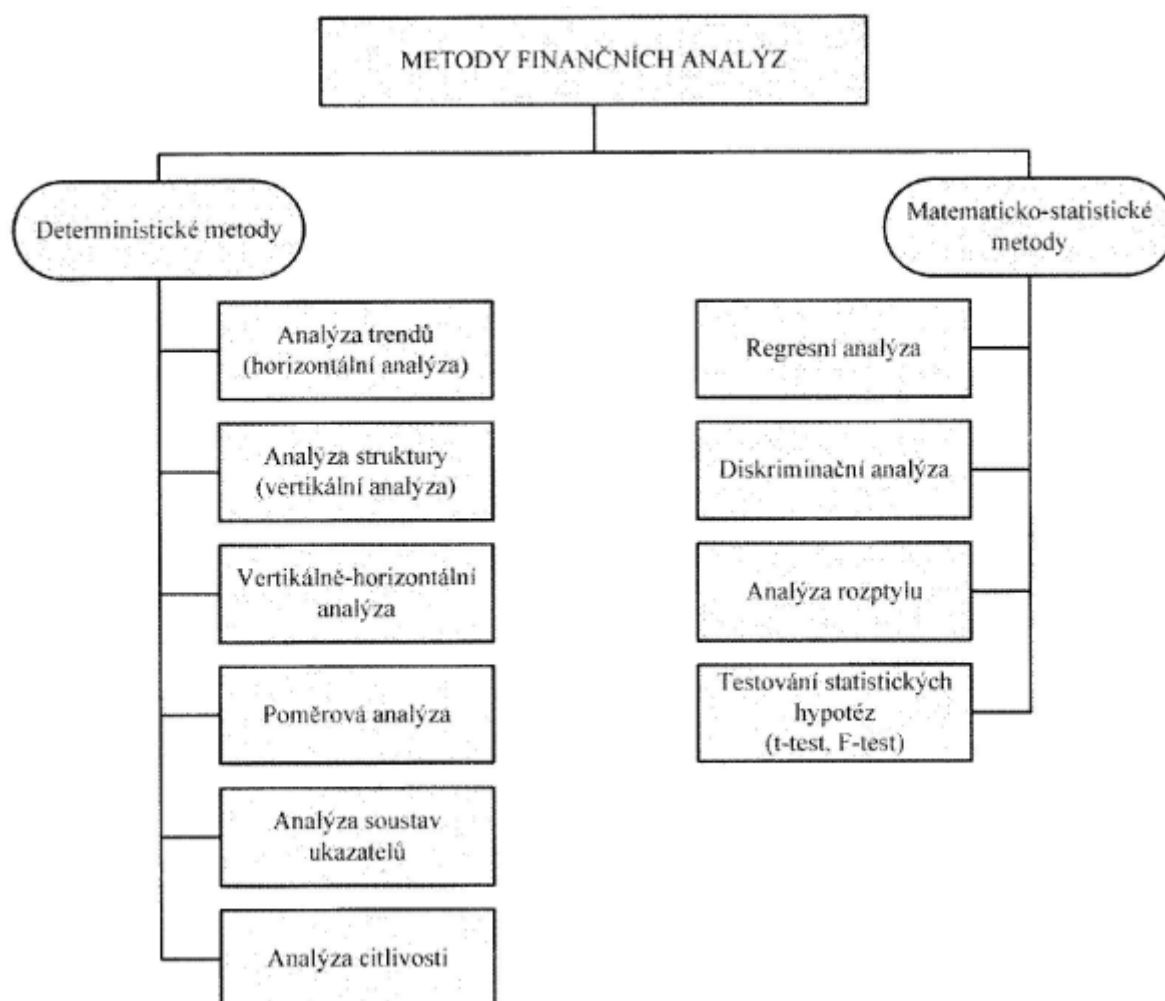
- a) **Strategická analýza** je dle Maříka (2007, s. 56) „klíčovou fází oceňovacího procesu, kterému v praxi není věnována náležitá pozornost“. Strategická analýza je „důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění...Je žádoucí, aby strategická analýza měla konkrétní výsledky“, jak dále uvádí Mařík (2007, s. 57). Hlavním účelem strategické analýzy firmy zjištění potenciálu vývoje firmy ve vztahu k vnitřnímu a vnějšímu prostředí podniku. Jednoduchou metodou strategické analýzy může být SWOT analýza, kde jsou definovány silné a slabé stránky firmy a současně i příležitosti a ohrožení ve vztahu k vnitřnímu a vnějšímu okolí podniku. Předpokladem pro řádné provedení a vyhodnocení analýzy je znalost podniku, jádra jeho činnosti a všech vztahů k okolí, tzn. jak k subjektům v mikrookolí, tak makrookolí. Pro zjištění a správné vyhodnocení vnějšího potenciálu rozvoje firmy je vhodné provést také PEST analýzu, která důkladně posoudí vliv politických, ekonomických, sociálních i technických aspektů na další rozvoj podniku.
- b) **Relevantní trh** a předpoklady jeho vývoje jsou součástí strategické analýzy, kde se podílí na vytváření vnějšího potenciálu a predikci vývoje podniku. Trh podniku je nutno definovat nejen z pohledu sortimentu, teritoria, ve vztahu k zákazníkům, ale vyhodnotit ho a analyzovat směrem ke konkurenci.

2.2.3 Finanční analýza

Analýza finančního zdraví podniku musí splňovat dvě základní funkce:

- prověřit finanční zdraví podniku,
- vytvořit základ pro sestavení finančního plánu, který je podkladem pro ocenění výnosovou metodou.

Zdrojem informací pro finanční analýzu jsou účetní výkazy, výroční zprávy společnosti, vnitropodnikové výkazy a analýzy, zprávy o vývoji měnových kurzů, úrokové míry, firemní statistiky a jiné kvantifikovatelné informace. Neopominutelným zdrojem jsou informace nekvantifikovatelné, „zprávy vedoucích pracovníků, komentáře manažerů, odborného tisku, nezávislá hodnocení, prognózy“, jak uvádí Dluhošová (2010, s. 72). Metody finanční analýzy lze v základě členit na deterministické a matematicko-statistické, a ty lze dále členit, jak uvádí obrázek 2.3.



Obrázek 2.3: Členění metod finanční analýzy

Zdroj: Dluhošová (2010)

Pro analýzu vývoje, struktury a odchylek jsou vhodné metody deterministické a matematicko-statistické, které jsou užívány pro delší časové řady. Základem finanční analýzy je použití poměrových ukazatelů a „*užitečné je srovnání vývoje vybraných absolutních ukazatelů v čase, tj. jejich růstu a poklesu v navazujících obdobích (letech, čtvrtletích, měsících)*“, jak uvádí Dluhošová (2010, s. 72).

- a) **Analýza vývojových trendů** (horizontální analýza) posuzuje změny a vývoj hodnot v čase. Z časových řad lze zkoumat změny, viz vzorec 2.1 a sklon k trendům jednotlivých finančních položek. Ke zjištění trendů je využívána řada bazických indexů (index se stejným základem) a indexu řetězových, viz vzorec 2.2. Často je využívána míra růstu v navazujících letech, jak je uvedeno výše. „*Musí brát do úvahy jak změny absolutní, tak relativní*“, jak upozorňuje Dluhošová (2010, s. 73) a tyto změny lze zjistit následovně:

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.1)$$

$$relativní\ změna = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde U_t je hodnota ukazatele, t je běžný rok, $t-1$ je předchozí rok.

Vývojové tendence je nutno sledovat za více období a mít přitom na zřeteli změny v ekonomice, které by mohly jednotlivé ukazatele ovlivnit.

K rozdílovým ukazatelům, u nichž se sleduje trend změn, je čistý pracovní kapitál, který zajišťuje plynulost financování podniku. Podnik potřebuje pracovní kapitál pro zajištění nutné míry likvidity. Představuje rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky.

- b) **Analýza struktury** (vertikální analýza) hodnotí podíl jednotlivých položek k celkové položce, viz vzorec 2.3, v daných výkazech, nejčastěji jsou porovnávána aktiva a pasíva, tj. struktura aktiv a pasív společnosti,

$$podíl\ na\ celku = \frac{U_1}{\sum U_1}, \quad (2.3)$$

kde U_1 je hodnota ukazatele za běžný rok.

Jednotlivé položky rozvahy jsou určeny tak, jak se podílí na celkové sumě aktiv (pasív). „Zpravidla vždy se začíná analýzou celkové bilanční sumy a až následně se vybírají podpoložky pro dílčí analýzu“, jak objasňuje Vochozka (2011, s. 20).

- c) **Poměrová analýza** předpokládá výběr takových poměrových ukazatelů, které nejlépe vystihují finanční zdraví podniku a možnosti jeho dalšího pokračování (přepoklad nekonečného trvání podniku - „going concern“). Důležitý je výběr ukazatelů rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity z pohledu nejen vlastníků, ale i dalšího fungování podniku.
- d) **Ukazatele rentability**, tj. návratnosti a výnosnosti představují poměr zisku před zdaněním a úrokem, případně jen před zdaněním. Především se jedná o ukazatele rentability aktiv, viz vzorec 2.4, rentability tržeb, viz vzorec 2.5, rentability vlastního kapitálu, viz vzorec 2.6.

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva}, \quad (2.4)$$

kde ROA – *Return on Assets* je rentabilita aktiv, $EBIT$ zisk před zdaněním a nákladovými úroky.

$$ROS = \frac{EBIT}{tržby}, \quad (2.5)$$

kde ROS – *Return on Sales* je rentabilita tržeb, $EBIT$ zisk před zdaněním a nákladovými úroky.

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}, \quad (2.6.)$$

kde ROE – *Return on Equity* je rentabilita tržeb, EAT zisk po zdanění.

Mezi užívané ukazatele rentability patří i ukazatel EBIT/marže a EBITDA/marže, kde EBITDA představuje zisk před zdaněním, úroky a odpisy. Ukazatel poskytuje investorům *pohled trend výkonu společnosti, čím vyšší, tím lepší má firma výkon. Patria (2019)*. Ukazatel marže přidané hodnoty zjistíme podílem přidaná hodnota (hrubá marže) a tržby za prodej zboží.

- e) **Ukazatele aktivity** jsou nezbytné při analýze finančního zdraví podniku. Představují rychlost, s jakou podnik využívá dané složky majetku, jinak řečeno, kolikrát za rok se daná složka majetku obrátí. Ukazatele aktivity lze měřit také dobou, za kterou se určitá složka majetku obrátí. Počet dní obratu by měl být co nejkratší. Doba obratu aktiv ukazuje efektivitu vázanosti majetku podniku ve dnech dle vzorce 2.7.

$$\text{Doba obratu aktiv (dny)} = \frac{\text{aktiva celkem} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.7)$$

Doba obratu zásob ukazuje, za jak dlouhou dobu se zásoby přemění na hotovost či pohledávku dle výpočtu vzorce 2.8. Z krátké doby obratu zásob lze usoudit, že firma nemá žádné nebo má minimum bezobrátkových, nelikvidních zásob.

$$\text{Doba obratu zásob (dny)} = \frac{\text{zásoby celkem} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.8)$$

Doba obratu pohledávek představuje průměrnou dobu od vystavení faktury za prodej zboží či výrobků a jejím zaplacením. Podnik tak poskytuje svým zákazníkům obchodní úvěr dle výpočtu vzorce 2.9.

$$\text{Doba obratu pohledávek (dny)} = \frac{\text{pohledávky celkem} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.9)$$

Doba obratu závazků je průměrný interval od vzniku závazku po jeho úhradu. Dobu, na kterou dodavatelé poskytli úvěr zjistíme výpočtem dle vzorce 2.10.

$$\text{Doba obratu závazků (dny)} = \frac{\text{závazky celkem} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.10)$$

Pro podnik je výhodné z pohledu cash flow, je-li doba obratu pohledávek co nejkratší, a naopak doba obratu závazků co nejdelší.

- f) **Likvidita** je schopnost podniku hradit své závazky. Ukazatele likvidity jsou garanty stability firmy. Představuje schopnost získat dostatek finančních prostředků na úhradu svých závazků inkasem svých pohledávek, prodejem zásob či jiných oběžných aktiv. Rozlišujeme likviditu běžnou, viz vzorec 2.11, pohotovou a okamžitou. Hodnota

ukazatele běžné likvidity by se měla pohybovat v intervalu od 1,5 až 2,5, jak uvádí Dluhošová (2010) a neměla by klesnout pod hodnotu 1 (Vochozka 2011).

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.11)$$

Ukazatel pohotové likvidity je přesnější, neboť přesněji určuje aktiva, která je nutno v hotovost přeměnit dle výpočtu 2.12.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.12)$$

Nejpřesnější ukazatel likvidity je okamžitá likvidita (peněžní likvidita). Ke složkám okamžité likvidity patří peníze v hotovosti, na běžných účtech, šeky či směnečné pohledávky. Ukazatel dle vzorce 2.13 by měl mít stejně jako i ostatní ukazatele likvidity rostoucí trend.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{peněžní prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.13)$$

- g) **Ukazatelé zadluženosti** charakterizují zadluženost vlastního kapitálu. Ukazatel zadluženosti podíl vlastního kapitálu na aktivech viz vzorec 2.14, patří k základním ukazatelům zadluženosti firmy a jeho rostoucí tendence ukazuje zvyšování stability.

$$\text{Podíl vlast. kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}. \quad (2.14)$$

Ukazatel věřitelského rizika (debt ratio) je poměr cizích zdrojů k celkové hodnotě aktiv a je vyjádřením míry věřitelského rizika. Dalším ukazatelem zadluženosti je úrokové krytí. Ukazatel úrokového krytí ukazuje, kolikrát je zajištěno placení úroků z provozního zisku. „Čím je vyšší úrokové krytí, tím je finanční situace lepší“ (Dluhošová, 2010, s. 79).

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{placené úroky}}, \quad (2.15)$$

kde *EBIT* je zisk před úroky a zdaněním.

Mezi ukazatele finanční stability a zadluženosti patří i ukazatel finanční páka, výpočet dle vzorce 2.16, která je zdrojem pro finanční řízení zdrojů financování.

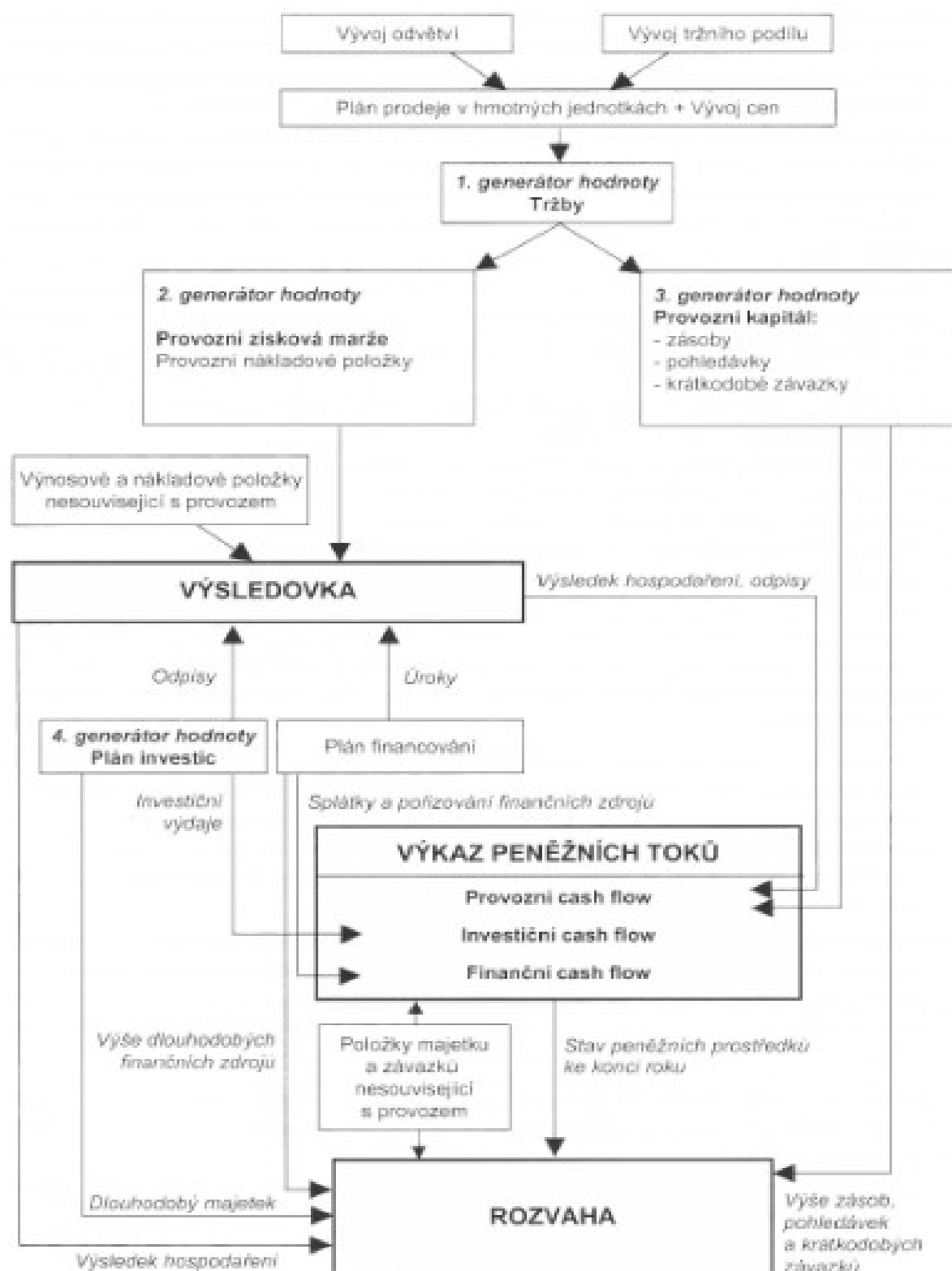
$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{aktiva celkem}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.16)$$

2.2.4 Sestavení finančního plánu

Pro provedení ocenění podniku výnosovou metodou je nutné sestavit kompletní finanční plán. Základní částí finančního plánu jsou výkazy:

- výsledovka,
- rozvaha,
- výkaz peněžních toků.

Finanční plán vychází z dlouhodobého plánování v podniku, v první řadě z jeho vize a dané strategie. Podnikový plán je tvořen jednotlivými firemními plány, které tvoří celou soustavu. Nosnou částí je plán prodeje v členění sortimentu a cílených dle potřeb managementu a plán dalších výkonů. Na ně navazuje plán nákladů a plány kapacit, které jsou dále rozpracovány v plánech investic, pracovního kapitálu, plánech oprav a údržby a plánech odpisů. Důležitou složku plánu podniku tvoří plány personální oblasti a jeho návaznost na osobní náklady. *„Je však třeba varovat před automatickým přebíráním plánů od managementu v případě, že cílem ocenění je tržní nebo objektivizované hodnoty“, jak uvádí Mařík (2010, s. 150).* Základní přehled sestavování finančního plánu nastiňuje obrázek 2.4. Při sestavování finančního plánu je nutné se k některým predikovaným položkám opakovaně vracet a postupně je upřesňovat.



Obrázek 2.4: Postup sestavování finančního plánu

Zdroj: Mařík (2007)

Po sestavení finančního plánu následuje zkrácená finanční analýza podniku, která v souvislosti s předchozí finanční analýzou podniku hodnotí budoucí finanční zdraví firmy.

2.2.5 Rozdělení aktiv

Podnik pro svou činnost nevyužívá veškerý majetek, který je mu k dispozici. Pro provoz využívá určitou část s ohledem na kapacitní rezervu. Ty lze nazvat provozně nutná aktiva a provozně nutný investovaný kapitál. Ostatní části majetku buď nevyužívá nebo mu nenesou žádný užitek. *Nevyužívaná aktiva by měla být oceňována zvlášť nebo lze předpokládat, že by se měla prodat nebo zlikvidovat, jak uvádí Mařík (2007).*

Mezi nejčastěji provozně nevyužívaná aktiva řadíme krátkodobý finanční majetek a dlouhodobý finanční majetek a ostatní provozně nepotřebná aktiva.

- a) **Krátkodobý finanční majetek** zahrnuje v rozvaze položky peníze, účty v bankách a krátkodobé cenné papíry. Podnik musí udržovat pro svůj provoz nezbytně nutný objem peněžních prostředků, který lze odvodit od ukazatele okamžité (peněžní) likvidity, pro který „je doporučována hodnota 20 %“ (Mařík, 2007). Pro konkrétní posudek je však vhodnější konzultace s managementem, neboť každá firma může mít svá specifika, která je nutno individuálně zvážit.
- b) **Dlouhodobý provozně nutný majetek**, který slouží jen jako finanční investice, je nutno z ocenění hlavní činnosti vyloučit a také výnosy z nich. Podobně i majetek, který firma pronajímá.
- c) **Ostatní nepotřebná aktiva** mohou představovat také pohledávky a závazky nesouvisející s hlavní činností podniku nebo také položky, které jsou v nadbytečném množství, což mohou být nadbytečné zásoby, nevyužité kapacity strojů, zařízení a různých firemních prostor.

2.2.6 Ocenění podniku

Samotné stanovení hodnoty firmy lze rozdělit do tří kroků:

- stanovení metod,
- ocenění podle zvolených metod,
- souhrnné ocenění.

Volba metody ocenění je velkou měrou dána účelem, za kterým je ocenění zhotovováno. Vždy je nutné provést ocenění více metodami, aby bylo možno provést porovnání a z nich vyvodit závěr, ze kterého vychází ocenění souhrnné.

2.3 Metody oceňování

Ocenění mohou být prováděna z různých podnětů, mohou být zpracována z odlišných pohledů a také podle účelu, ke kterému má být zhotoveno. Důvodem ocenění podle potřeb zadavatele mohou být záměry související se změnou vlastnictví, vstupem nového společníka do společnosti nebo naopak jeho vyloučením. Bez ocenění podniku se nelze obejít při přeměnách společnosti, rozděleních či fúzích.

2.3.1 Metody oceňování nemovitého majetku

Metody nákladové

Metody nákladové jsou založeny na odhadu nákladů, jejichž vynaložení je nezbytně nutné pro pořízení (výstavbu) předmětné nemovitosti nebo nemovitosti shodné. Při rozhodování obezřetného investora je důležitým faktorem porovnání nabídky existující nemovitosti s možností výstavby vlastní nemovitosti. Toto porovnání předpokládá možnost pořízení volného pozemku v dané lokalitě se shodnými vlastnostmi, zejména funkčním využitím.

Výsledkem nákladového ocenění je zjištění reprodukční ceny staveb, která je tvořena součtem nákladů na výstavbu staveb a hodnotou nezastavěného pozemku. Současně se zjišťuje věcná hodnota, která je prezentována jako reprodukční cena snižená o opotřebení staveb vyjádřené v peněžních jednotkách.

Metody porovnávací

Metody porovnávací vychází přímo z porovnání s prodeji obdobných nemovitostí v podobných podmínkách. Porovnání je buď přímé, mezi prodávanými nemovitostmi a nemovitostí oceňovanou, nebo nepřímé – soubor údajů o prodávaných nemovitostech a jejich cenách je zpracován na průměrnou, základní, standartní nemovitost a s touto je pak porovnávána nemovitost oceňovaná. Aplikace této metody je náročná na dostatek informací o nabídkách nebo realizovaných prodejkách nemovitostí obdobného charakteru v lokalitě blízké předmětné nemovitosti.

Metody výnosové

Výnosové ocenění nemovitostí je založeno na predikci čistých výnosů plynoucích z provozu nebo pronájmu nemovitosti. Výnosovou hodnotou rozumíme součet

diskontovaných reálných budoucích příjmů (čistých, tj. snížených o výdaje na dosažení těchto příjmů) za dobu, po kterou mohou být tyto příjmy dosahovány. Základem jsou zisky, které v budoucnu může vlastnictví nemovitostí při jejím pronájmu nebo provozu přinášet. Tyto zisky se diskontováním převádějí na současnou hodnotu a sčítají. Míra kapitalizace a diskontní míra se zjistí nejsprávněji z výnosů obdobných nemovitostí porovnáním s jejich cenou.

Výnosová hodnota nemovitosti je pak určena podle tohoto schématu:

- projekce množství, spolehlivosti a délky trvání budoucího toku peněz,
- stanovení správné odpovídající kapitalizační míry,
- využití kapitalizace, tj. převodu budoucích částek peněz na jejich současnou kvantitativní úroveň.

2.3.2 Metody oceňování movitého majetku

Metody nákladové

Obdobně jako u nemovitého majetku vychází nákladové ocenění movitého majetku ke zjištění výchozí ceny aktiva. Tato výchozí cena se následně upravuje o technické, ekonomické a morální opotřebení. Pro dosažení aktuální tržní hodnoty jsou na upravenou výchozí cenu aplikovány multiplikátory vyjadřující vztah mezi daným aktivem a aktuální poptávkou a nabídkou po tomto aktivu. Současně se zohlední zvýšení nebo snížení užítu přinášeného aktivem.

Metody porovnávací

Při aplikaci tohoto způsobu oceňování dochází ke komparaci oceňovaného aktiva se stejnými či obdobnými aktivy, která jsou běžným způsobem obchodována na relevantních trzích a o provedených transakcích je k dispozici dostatek potřebných informací.

Účetní hodnota majetku na principu historických cen

Tato metoda vychází přímo z účetní hodnoty majetku uvedeného v účetní evidenci zadavatele. Výsledná hodnota je do značné míry závislá na účetní jednotce společnosti, což může být zejména u společnosti, jejichž účetní závěrky nejsou ověřovány auditorem, problematické.

Účetní ocenění tak má v rámci ocenění podniku či jeho části, spíše doplňkovou roli.

2.3.3 Metody pro finanční ocenění podniku

Finanční ocenění podniku je vyjádření hodnoty podniku prostřednictvím peněžní částky. Postupy, které je možno pro finanční ocenění využít, lze rozdělit do tří oblastí:

- metody využívající analýzu výnosů podniku,
- metody opírající se o analýzu aktuálních cen na trhu,
- metody využívající ocenění jednotlivých majetkových složek, ze kterých se firma skládá.

Druh metody, kterou zvolíme, závisí na cíli, který oceněním sledujeme. „*Nejvhodnější je použít všechny tři základní metody a výsledné ocenění je tvořivou syntézou jejich výsledků*“, jak uvádí Mařík (2007, str. 37).

2.3.4 Výnosové metody

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

V současné době se jedná asi o nejpoužívanější výnosovou metodu oceňování. Výsledná hodnota metody DCF je kalkulována na úrovni peněžních toků, které představují reálné vyjádření užítku z drženého statku. Metoda DCF tak přesně odráží teoretickou definici hodnoty.

Volný peněžní tok, z kterého metoda DCF vychází, představuje veškeré peněžní toky, které podnik generuje, a to jak pro věřitele, tak i pro vlastníky. Z tohoto peněžního toku budou po zajištění rozvoje a dalšího fungování podniku uspokojeny nároky věřitelů a vlastníků.

V praxi se můžeme setkat se třemi variantami:

- **Varianta entity** považována za základní variantu metody DCF, stanovení výsledné hodnoty podniku probíhá ve dvou krocích. V prvním kroku se zjistí tzv. brutto hodnota, tj. hodnota podniku vycházející z peněžních toků disponibilních pro vlastníky a věřitele. Výsledná hodnota vlastního kapitálu se stanoví odečtením hodnoty cizího kapitálu ke dni ocenění od hodnoty brutto.
- **Varianta Equity** vychází z peněžních toků pouze na úrovni vlastníků. Jejich diskontováním se dojde přímo k hodnotě vlastního kapitálu.
- **Varianta APV (Adjusted Present Value)** je také dvoustupňová. Nejdříve se stanoví hodnota brutto podniku jako součet hodnoty podniku při fiktivním nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků z cizího kapitálu. Ve druhém kroku se odečte cizí kapitál ke dni ocenění a výsledkem je hodnota netto.

Výpočet hodnoty podniku metodou DCF je rozdělen do tří částí.

1. Hodnota 1. fáze je tvořena součtem diskontovaných volných peněžních toků za plánované období. Diskontní míra, kterou jsou upraveny peněžní toky je stanovena na

úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu ($WACC$), které lze vypočítat ze vzorce 2.17 (Pratt a Niculita, 2008):

$$WACC = k_d \cdot (1 - t)W_d + k_e \cdot W_e, \quad (2.17)$$

kde $WACC$ je vážený průměr nákladů kapitálu, k_d je náklad cizího kapitálu, t je daňová sazba daně z příjmů, k_e náklady vlastního kapitálu, W_e podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu podniku a W_d je podíl cizího kapitálu na celkovém kapitálu podniku.

Model oceňování kapitálových aktiv CAPM je nejrozšířenějším způsobem stanovení nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích (Mařík, 2007), postupně se prosazuje v širších oblastech a vychází z následující rovnice 2.18.

$$n_{VK} = r_t + \beta \cdot RPT + RPZ + RI + R1, \quad (2.18)$$

kde n_{VK} je odhad nákladů vlastního kapitálu, r_t aktuální výnosnost dvacetiletých vládních dluhopisů USA, β je odvětvový koeficient beta přenesený z USA a upravený o zadlužení v tržních cenách konkrétní společnosti, RPT je riziková prémie kapitálového trhu USA, RPZ je riziková prémie země (Slovinsko), RI je rozdíl v inflaci a $R1$ jsou ostatní přirážky.

Model CAPM (The Capital Asset Pricing Model) „je velmi intuitivní, popisující kompromis mezi rizikem a rozptylem, a je teoretickým základem rovnovážného modelu“, jak uvádí Borys (2009).

Součet diskontovaných peněžních toků je základem pro pokračující výpočet dle vzorce 2.19.

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{CV}{(1 + WACC)^T}, \quad (2.19)$$

kde V je hodnota podniku, T je délka období, pro které predikujeme volné peněžní toky, $FCFF$ jsou volné peněžní toky pro investory i věřitele v jednotlivých letech, $WACC$ je vážený průměr nákladů kapitálu, $(1+WACC)^{-t}$ diskontní faktor pro jednotlivé roky, CV pokračující (trvalá, konečná) hodnota podniku.

2. Hodnota 2. fáze – pokračující hodnotou PH (CV) se rozumí ocenění firmy k počátku II. fáze, tj. za období, pro které již nebyl stanoven finanční plán. Diskontováním pokračující hodnoty získáme hodnotu II. fáze. Jako diskontní faktor se zde bere diskontní faktor posledního roku plánovaného období. Pro výpočet lze využít Gordonův vzorec viz 2.20.

$$CV = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g}, \quad (2.20)$$

kde $FCFF_{T+1}$ je volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele v roce následujícím po I. fázi, $WACC$ je vážený průměr nákladů kapitálu a g je míra růstu FCFF během 2. fáze.

3. Výsledná hodnota I. a II. fáze dle vzorce 2.19, je dále upravena o čisté zadlužení společnosti a neprovozní majetek, jež nevstupuje do volného peněžního toku.

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda je založena na predikci čistých zisků podniku, které jsou diskontovány kalkulovanou úrokovou mírou (náklady vlastního kapitálu). Takto je možno přímo získat hodnotu vlastního kapitálu firmy. Pro výpočet lze využít vztah dle vzorce 2.21.

$$VVK = \frac{TČZ}{i}, \quad (2.21)$$

kde VVK je hodnota vlastního kapitálu podniku, $TČZ$ je trvalý čistý zisk, i je kalkulovaná úroková míra.

„Pro výpočet trvalých čistých zisků je využívána tzv. paušální metoda, která je založena na predikci na základě váženého průměru minulých čistých zisků podniku“, jak uvádí Kašík (2015, s. 74). Pro výpočet kalkulované úrokové míry, kterou vypočteme ze vzorce 2.22, je využívána tzv. stavebnicová metoda (build-up method).

$$i = i_f + r, \quad (2.22)$$

kde i je kalkulovaná úroková míra (náklady vlastního kapitálu), i_f je bezriziková míra a r je přirážka za riziko.

Metoda násobku EBITDA

V praxi koupě a prodeje společnosti, případně i nájemních nemovitostí je často využívána metoda ocenění na základě násobku ukazatele EBITDA (zisk před úroky, daněmi a odpisy), upraveného o čisté zadlužení společnosti.

Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

Ukazatel EVA (economic value added) je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Ukazatel má úzkou vazbu na hodnotu akcií společnosti (shareholder value) a využívá informace a údaje poskytované z účetnictví a zahrnuje i kalkulaci rizika. Základním problémem výpočtu je stanovení „normální“ výnosnosti k danému riziku i *kalkulace velikosti rizika přijímaného investorem, jak uvádí Vochozka (2001)*. Tento ukazatel se však v posledních desetiletích stále častěji prosazuje v řadě firem ve vyspělých zemích světa. Vychází z toho, že je třeba odlišit zisk vykazovaný v účetních výkazech a ziskem ekonomickým (nadziskem). Předností tohoto ukazatele je mimo jiné i to, že *překonává dosavadní námitky proti účetním ukazatelům finanční efektivnosti, které např. nekalkulují s úrovní rizika (Maříková, 2001)*. Výpočet ukazatele vychází ze vzorce 2.23:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.23)$$

kde *NOPAT* je provozní zisk před úroky a zdaněním, *WACC* je vážený průměr nákladů kapitálu a *C* je celkový kapitál.

2.3.5 Tržní metody – ocenění na základě analýzy trhu

Ocenění na základě srovnatelných transakcí

Jedná se o možné způsoby ocenění společností, jejichž akcie jsou obchodovány na trhu. Podstatou je tržní kapitalizace a využití porovnání s cenami již uskutečněných transakcí u srovnatelných podniků. V praxi se často setkáváme s problémem, jak nalézt srovnatelný podnik. Proto se metoda využívá pouze jako doplňková.

Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

Metodu ocenění na základě odvětvových multiplikátorů lze použít při možnosti srovnání s podobnými podniky v odvětví. Multiplikátory jsou průměrné hodnoty srovnatelných firem. Tito násobitelé mohou mít několik zvláštností:

- množstevní vyjádření, charakterizované výnosovými parametry,
- vyjádření dobré kvality okruhu zákazníků a jejich dobrá pověst.

2.3.6 Ocenění na základě analýzy majetku

Oceněním na základě analýzy majetku je metodou majetkového ocenění na principu tržních hodnot, ocenění likvidační hodnotou nebo metoda ocenění vlastního kapitálu účetní hodnotou na principu historických cen.

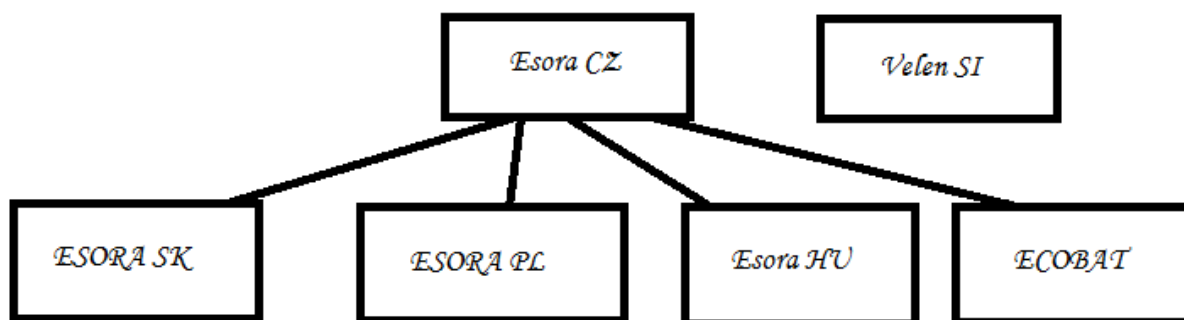
2.3.7 Předpoklad going-concern

Going-concern, je ocenění samotného podniku bez synergií. Předpokladem je trvání podniku v jeho dlouhodobém horizontu, tzn. že z dnešního pohledu není budoucí existence hodnocené společnosti významně ohrožena.

3 Charakteristika podniku

V této práci se jedná o skupinu podniků Esora CZ zabývající se prodejem spotřebního elektro zboží, a to především velkoobchodní formou. Její působišťe v obchodní síti je především v České republice a rozvíjí své obchodní aktivity i v ostatních státech Evropy. Zde působí prostřednictvím svých sesterských společností Esora PL, Esora SK, Esora HU v Polsku, Maďarsku a na Slovensku. Její sekce Exportu zajišťuje prostřednictvím svých obchodních partnerů odbyt zboží do dalších zahraničních států Evropy, jako je Litva, Lotyšsko, Estonsko, Černá Hora, Srbsko, Bosna, Rumunsko a Bulharsko.

Původní vlastnická struktura odpovídající i formě řízení vyplývá z následujícího obrázku 3.1.



Obr. 3.1 Současná vlastnická struktura skupiny

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

Jak je patrné z obr. č. 3. 1, podnik ESORA CZ, který má zájem o koupi hodnocené firmy, drží již vlastnický podíl v několika společnostech. Samostatný podnik Velen SI bude předmětem ocenění (stanovení tržní hodnoty).

3.1 Historie utváření podniků a jejich vazeb od založení

3.1.1 Skupina Esora

Začátek skupiny Esora CZ se datuje rokem 1991, kdy byla založena současná mateřská společnost Esora s. r. o. Společnost se od začátku zabývala velkoobchodním prodejem drobného elektro sortimentu jako jsou kabely, konektory a elektroinstalační materiál.

V průběhu let získala v České republice výhradní zastoupení pro GP Baterie, rozšířila sortiment o prodlužovací přívody, svítilny a satelitní přijímače. Souběžně s rozšiřujícím

se portfoliem sortimentu začala společnost s budováním přímého prodeje a zásobováním vznikající sítě řetězců v České republice.

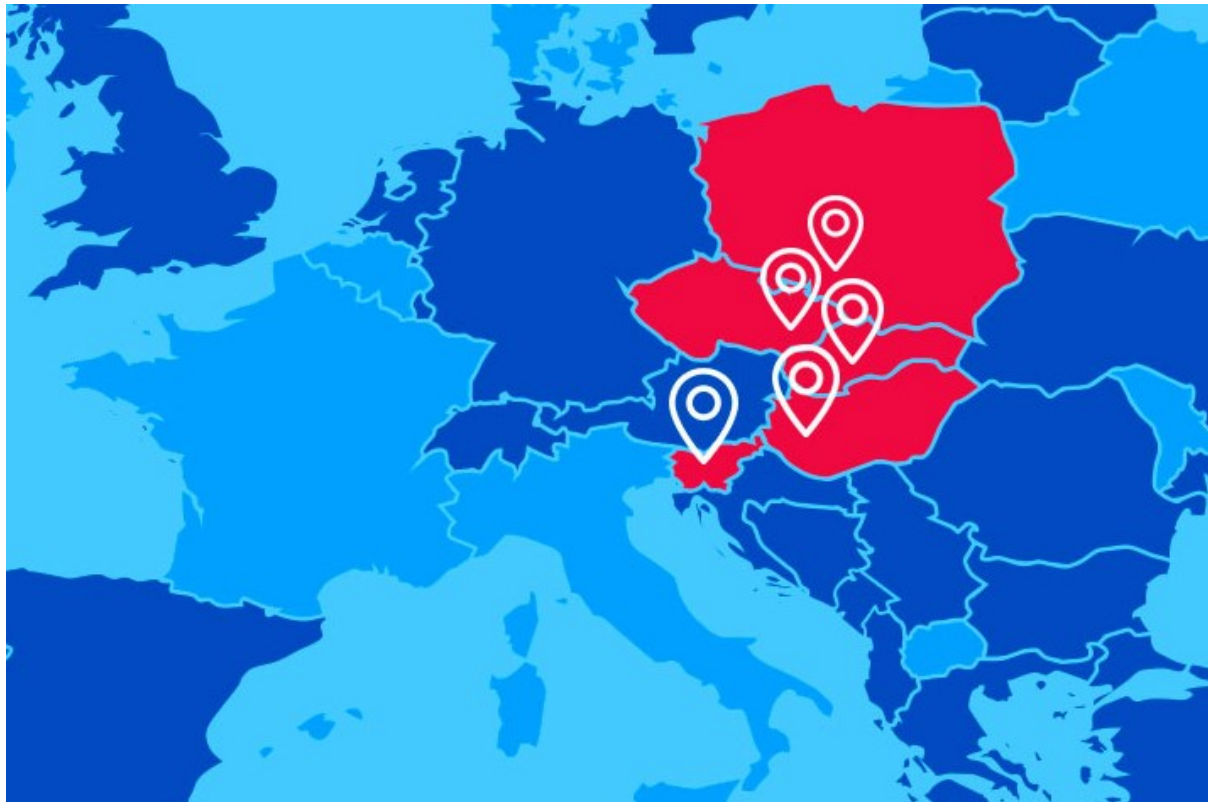
Společnost Esora nepůsobí jen v oblasti velkoobchodu s elektroobchodem, ale také v oblasti poskytování služeb: montáže a opravy antén, telekomunikační a zabezpečovací techniky. Rozvojem těchto podnikatelských aktivit je pověřena Technická sekce, která zajišťuje jak projekční, tak servisní a poradenskou činnost zákazníkům.

Společnost Esora CZ měla do roku 2010 vlastnický a kontrolní podíl ve společnosti Kabelová televize, a.s. zabývající se provozem kabelové televize.

Ve skupině Esora působila do roku 2010 také sesterská společnost Trading a.s., provozující maloobchodní síť 20 prodejen bílého a černého elektrika.

V současné době do skupiny Esora CZ patří dceřinné společnosti Esora SK s. r. o. (dále jen Esora SK), Esora PL spol. s r. o. (dále jen Esora PL) a Esora HU Kft. (dále jen Esora HU). Součástí skupiny je také společnost ECOBAT s. r. o., která se zabývá zpětným odběrem použitých baterií a sesterská společnost Auteka s.r.o. zabývající se pronájmem nemovitostí.

V průběhu vývoje skupiny Esora došlo ke konsolidaci vlastnické struktury, prodejmům a nákupům vlastnických podílů. Jednou z těchto plánovaných změn je i převod vlastnického podílu podniku Velen SI.



Obrázek 3.2 Trhy, které pokrýváme

Zdroj: Interní zdroje firmy (2017)

3.1.2 Společnost Velen SI

Společnost Velen d. o. o. začala působit na slovinském trhu již v roce 1994 se sídlem ve Velenje, se smíšenou vlastnickou strukturou s převahou českého kapitálu.

V průběhu let došlo ke konsolidaci vlastnických struktur a v roce 2004 firmu ovládaly dvě fyzické osoby s rovnoměrným obchodním podílem a od roku 2011 se koncentroval obchodní podíl do rukou jediného společníka.

Postupem času si firma vytvořila zákaznickou strukturu v oblastech severovýchodního a východního Slovinska, viz obr. 3.2, s důrazem na spolupráci především s velkoobchodními partnery. Pro zlepšení pozice společnost přesídlila do logistického centra v Celje, viz obr. 3.3, a nastartovala tak restrukturalizaci pro upevnění svého vlivu v oblasti distribuce elektro zboží na slovinském trhu a začala budovat své sídlo a rozšiřovat své trhy.

Od roku 2005 se společnost stala výhradním distributorem výrobků značky Esora s napojením na její distribuční síť.

V současné době společnost Velen SI dodává prostřednictvím obchodních zástupců do velkoobchodů, maloobchodů a řetězců. Na slovinském trhu působí tři obchodní zástupci, kteří zajišťují prodej současně všemi dostupnými distribučními kanály. Velen SI dodává více než sto sedmdesáti aktivním zákazníkům na slovinském trhu a rozvíjí obchodní aktivity v regionu Ex-Jugoslávie (Bosna, Černá Hora, Chorvatsko, Srbsko, Makedonie).

Velen SI využívá pronajaté skladovací prostory, kde udržuje přibližně měsíční zásobu sortimentu zboží, aby byla schopna efektivně zásobovat své zákazníky. Velen SI exkluzivně objednává zboží od Esora CZ, který je výhradním dodavatelem zboží.

Velen SI lze tedy charakterizovat jako distribuční kanál zboží Esora CZ s vlastní cenovou politikou na slovinském trhu, kde působí vlastním jménem a na vlastní účet.



Obr. 3.3 Mapa oblasti sídla firmy, Slovinsko, Celje

Zdroj: Interní materiály společnosti (2019)

3.1.3 Esora PL

V roce 2004 byla v Bielsku Bialej založena dceřiná společnost Esora PL. Založení společnosti logicky navazovalo na zájem obchodního uskupení Esora, distribuovat své výrobky v rámci regionu střední a východní Evropy. Polský trh je jeden z největších střeoevropských trhů, je ovšem velmi specifický, zvyklý pracovat s výrazně nižšími maržemi, silnými konkurenčními tlaky, zároveň je nutno pokrýt poměrně velké dojezdové vzdálenosti.

Esora PL působí v oblasti velkoobchodu a obchodních řetězců a sítí. Vzhledem k velikosti Polska zatím nebyl zahájen projekt budování přímého prodeje. Esora PL zásobuje více než pět stovek polských zákazníků.

Společnost Esora PL je výhradním distributorem výrobků společnosti Esora na polském trhu. Má vybudovanou vlastní distribuční síť, samostatně stanovuje cenovou politiku na své obchodní partnery. Esora CZ je hlavním dodavatelem sortimentu pro Esora PL. Esora PL měla od roku 2004 do roku 2012 pronajaty vlastní skladovací prostory, kde udržovala měsíční skladovou zásobu a sloužila i jako místo k maloobchodnímu odběru zboží pro zákazníky.

Od roku 2013 vychystávání zboží pro polské zákazníky probíhá přímo v logistickém areálu Esora CZ, na základě objednávek Esora PL. Zboží tedy opouští logistický areál Esora CZ již zabalené pro koncové zákazníky Esora PL včetně faktury vystavené jménem Esora PL, přímo do překladiště v Bialsku Biale, odkud je zajištěna distribuce zboží externí logistickou společností přímo koncovým zákazníkům.

3.1.4 Esora SK

Esora SK je jedním z největších dodavatelů drobného elektro zboží na Slovensku a výhradním distributorem značky GP Batteries a Esora na slovenském trhu.

Společnost byla založena v roce 1993 pod názvem Esora - elektro s.r.o. s předmětem podnikání „Velkoobchod s elektroinstalačním materiálem“. Z důvodu získání zastoupení na distribuci spotřebitelských baterií, nabíječek a svítlen značky VARTA na slovenském trhu vznikla v červnu 2000 společnost Megacell SR, spol. s r.o. a následně 31. 12. 2000 došlo ke sloučení obou společností do jednoho subjektu, společnosti Megacell SR, spol. s r.o., která prodávala mimo sortimentu VARTA i kompletní sortiment společnosti Esora spol. s r.o.

Od roku 2004 došlo z důvodu implementace jednotné obchodní politiky v rámci skupiny Esora ke změně obchodního jména na současné Esora SK. Od počátku roku 2007 je firma Esora SK přímým dovozcem baterií, nabíječek a svítlen značky GP na slovenský trh.

Společnost Esora SK s. r. o. disponuje vlastní distribuční sítí, která dodává prostřednictvím obchodních zástupců do velkoobchodů, maloobchodů i řetězců a sítí. V současnosti má Esora SK s. r. o. přes sedm set aktivních zákazníků.

3.1.5 Esora HU

Společnost Esora HU Kft. byla založena v roce 2009 jako poslední z obchodní skupiny Esora. Založení společnosti proběhlo v období propuknutí hospodářské krize v Maďarsku, kdy silně oslabil maďarský forint a negativně se projevovala zhoršená platební schopnost v celém regionu Maďarska. Na trhu bylo velké množství bankrotujících firem a bankovní systém přestal poskytovat úvěrové financování.

Impulsem k založení dceřiné společnosti Esora HU bylo získání výhradního obchodního zastoupení GP Batteries na maďarském trhu. Zvolená investiční strategie vybudování distribuční sítě, zaplacení zalistovacích poplatků, konsolidace obchodního teamu, povědomí o značce GP Batteries a značce Esora předpokládala kladný hospodářský výsledek do pěti let od založení společnosti.

Esora HU je obchodní firmou prodávající na maďarském trhu vlastním jménem a na vlastní účet. Je zodpovědná za nastavení cenové a obchodní politiky, vybudování distribuční sítě a vybudování povědomí znalosti značek Esora a GP Batteries na maďarském trhu. V současné době Esora HU buduje distribuci v oblasti velkoobchodů, přímého prodeje a prodeje obchodním řetězcům a sítím. Obchodní team Esora HU se stará o více než tři sta aktivních zákazníků.

Esora HU, jako rozvíjející se dceřinná společnost s nejkratší historií a působící na trhu, který je málo penetrovaný produkty Esora, musí zajišťovat marketingovou podporu jejich produktů. Vzhledem ke komplikované situaci v personálním zastoupení marketingu je podpora produktů pro klíčové zákazníky zajišťována prostřednictvím mateřské společnosti. Každoročně je uspořádáno školení pro klíčové zákazníky za účelem rozšíření znalosti produktů značek Esora, Raver, BENsat, Ben electronic a emGo, které jsou marketingovým majetkem mateřské společnosti.

4 Stanovení hodnoty obchodní společnosti

Mezi nejdůležitější úkoly každého podniku patří zvyšování své hodnoty a zlepšování postavení na trhu. S tím úzce souvisí i zvyšování konkurenceschopnosti firmy. Ke zvyšování podílů na trhu a zvýšení konkurenceschopnosti dochází i fúzováním podniků, aby tak využily synergický efekt ze vzájemného propojení.

V případě zadání diplomové práce se právě jedná stanovení hodnoty za účelem odkoupení jedné ze zahraničních kooperujících firem Velen SI a její konsolidace do jednoho celku řízeného centrálně z České republiky. K ocenění podniku bude využita metoda diskontovaného peněžního toku, varianta Entity. Pro porovnání výsledku ocenění bude zpracováno stanovení hodnoty podniku metodou srovnatelných transakcí. Při porovnání zjištěných hodnot lze zjistit, zda jednotlivá ocenění jsou správná, a při vyhodnocení nedošlo k chybným závěrům.

4.1 Podklady pro zpracování ocenění

Pro samotné ocenění organizace jsou základem vstupní data o hodnoceném podniku. Společnost s ručením omezeným Velen SI d. o. o. se sídlem ve Slovinsku působí dle číselníku NACE code 4643 v oblasti velkoobchodu s elektrospotřebiči a elektronikou. Systém zpracování účetních výkazů je dle Evropských standardů a pro zpracování analýz a hodnocení je srovnatelný s předpisy využívanými v České republice.

Vzhledem k přání vedení hodnocené společnosti byla místo označení konkrétních let jednotlivá období nazvána pouze číslovkami. Současně byly pozměněny i názvy uváděných společností. Rozhodným okamžikem ocenění byl stanoven poslední den pátého období.

4.1.1 Odvětvová analýza

Informace o společnostech působících ve stejném oboru na trhu České republiky, Slovenska, Maďarska, Polska a Slovinska, které vykonávají srovnatelnou činnost jako oceňovaná organizace byly poskytnuty managementem společnosti ESORA CZ. Pro porovnání byl zvolen průměrný ukazatel EBITDA marže. Tento ukazatel je často využíván při hodnocení výkonnosti obchodních společností. Vývoj ukazatele EBITDA marže společností působících ve stejném odvětví, jako je hodnocený podnik, lze porovnat za tři po sobě jdoucí období v tabulce 4.1.

Tabulka 4.1 Srovnání EBITDA marže

Období	2	3	4
Srovnávané společnosti	6,3%	4,9%	7,6%
Hodnocená společnost	6,2%	10,9%	8,0%

Zdroj: Interní materiály společnosti. Vlastní zpracování (2019)

Porovnáním ukazatele lze vyhodnotit, že podnik si ve srovnání s konkurencí vede dobře a její výkon je v porovnání s ostatními společnostmi v oblasti stejného odvětví stabilní.

Na samotném trhu Slovinska lze identifikovat konkurenci převážně v dílčích částech sortimentu distribuovaném společnostmi, např. Elektronabava – kabely a prodlužovací přírůdky, Jaka & I – světelné zdroje, Interlux – světelné zdroje, Tracon – izolační pásy, světelné zdroje, Elektroelementa – podobné druhy sortimentu, Andeco – baterie, svítidla.

Velen SI patří mezi leadery na Slovinském trhu u prodlužovacích přírůdků, světelných zdrojů a pokojových termostátů.

Společnost také zajišťuje distribuci zboží pod značkou Esora pro trhy Chorvatska, Bosny a Hercegoviny a Černé Hory.

Pro posouzení společnosti a její šance, jak v budoucnu přežít, byla zpracována také analýza jejich vnějších a vnitřních potenciálů, analýza SWOT. V příloze č. 1 jsou zachyceny hodnocené parametry a poznatky, ze kterých lze usuzovat životaschopnost a další možný směr vývoje firmy.

Silné stránky

- Obchod s nadnárodními společnostmi – obchodními řetězci,
- tým zkušených obchodních zástupců,
- neustálé zvyšování vybavení novými technologiemi,
- rychlá reakce na mimořádné požadavky.

Slabé stránky

- Malý podíl zahraničního obchodu,
- nízká úroveň řízení a kvalifikace zaměstnanců,
- vysoké procento chyb v dodávkách,
- malý podíl kompletního montážního servisu.

Příležitosti

- Rychlý průzkum trhu prostřednictvím obchodních zástupců prodeje,
- osobní komunikace se zákazníkem,
- vyšší rozsah marketingových akcí v prodejních centrech,

- zavádění nejnovějších technologií v logistickém centru a v technikách prodeje.

Hrozby

- Větší množství konkurence v odvětví,
- legislativní nařízení,
- zpoždění zahraničních nákupních dodávek v důsledku nepříznivého počasí,
- kurzové změny.

Výsledek analýzy dle přílohy č. 1 ukazuje, že podnik je v oblasti silných stránek v pevném postavení. Ofenzivní strategie na silně konkurenčním trhu mu dává velkou šanci uspět. Pravděpodobnost tohoto výsledku umocňuje daný směr, který představuje využití nových technologií ve všech oblastech života firmy. Velmi podstatným faktorem při hodnocení budoucího vývoje firmy je bohužel nízká úroveň vedení firmy a kvalifikace zaměstnanců. Tomuto faktoru je nutné v budoucnosti věnovat velkou pozornost a soustředit se na jeho odstranění, neboť by mohl být příčinou nepříznivého vývoje při zvýšených nárocích na výkon organizace v budoucnu.

4.1.2 Účetní výkazy

Na základě účetních výkazů Rozvahy v příloze č. 2, její části Přehled hlavních složek majetku společnosti v pěti následných letech a části Zdroje financování majetku v příloze č. 3, která je tvořena pasívy společnosti a Výkazu zisku a ztráty v příloze č. 4, je zpracována analýza finančního zdraví společnosti.

Přehled majetku

Nejvýznamnější položku majetku tvoří oběžná aktiva, zejména pak krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek. V rámci krátkodobých pohledávek jsou nejvýznamnějšími položkami pohledávky z obchodních vztahů, krátkodobé poskytnuté zálohy a dohadné účty aktivní. Zásoby, zvláště v 5. období, k jehož poslednímu dni roku je časován okamžik ocenění firmy, jsou minimální, neboť společnost je zapojena do konceptu eurologistiky skupiny ESORA. Jejím nosným pilířem je doprava zboží z centrálního skladu dodavatele přímo odběratelům firmy Velen SI ve Slovinsku.

Zdroje financování majetku

Nejvýznamnějším zdrojem financování aktivit společnosti je vlastní kapitál, zvláště nerozdělené zisky minulých let. Další významnou položku financování tvoří závazky z obchodních vztahů a finanční výpomoci (půjčka od společnosti Esora SR).

Vývoj hospodaření

Hlavní složky Výkazu zisků a ztráty zachycuje příloha č. 4., kde je zaznamenán vývoj tržeb v pěti po sobě následujících letech. Položka tržeb vykazuje rostoucí tendenci, paralelně s ním i hospodářský výsledek. Vývoj hospodaření je spjatý nejen s celkovým vývojem v odvětví, ale i s rostoucím podílem na trhu.

4.2 Finanční analýza

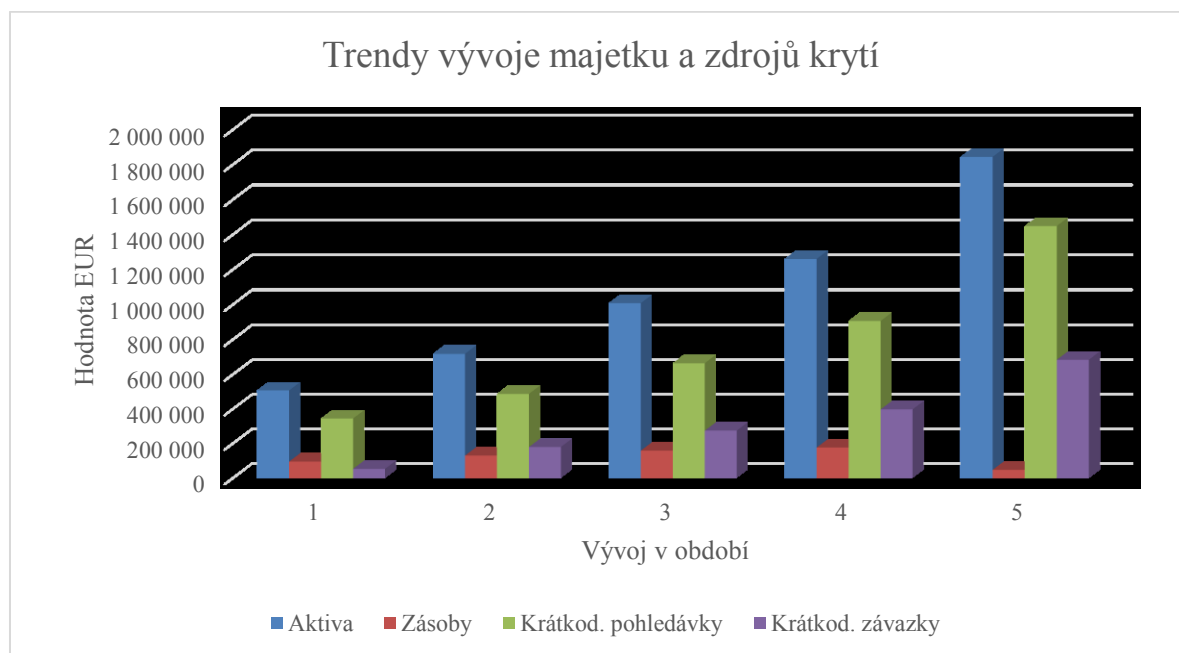
4.2.1 Horizontální analýza

Horizontální analýzu společnosti Velen SI v hospodářských obdobích 1 až 5 zachycuje příloha č. 5, kde je pomocí podílových ukazatelů zachycen vývoj jednotlivých položek majetku a zdrojů jeho krytí.

Z horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- Bilanční suma zaznamenala během sledovaných let vzestupnou tendenci,
- krátkodobé pohledávky zaznamenaly také vzestupný trend, který byl podmíněn především růstem tržeb,
- zásoby zaznamenaly podstatný pokles díky zaváděnému systému eurologistiky v pátém roce, kdy dochází k přímým závozům zákazníků firmy Velen SI společností ESORA CZ.

Trendy vývoje jednotlivých složek rozvahy naznačuje obrázek č. 4.1.



Obrázek 4.1 Trendy vývoje majetku a zdrojů krytí společnosti v období 1 - 5

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

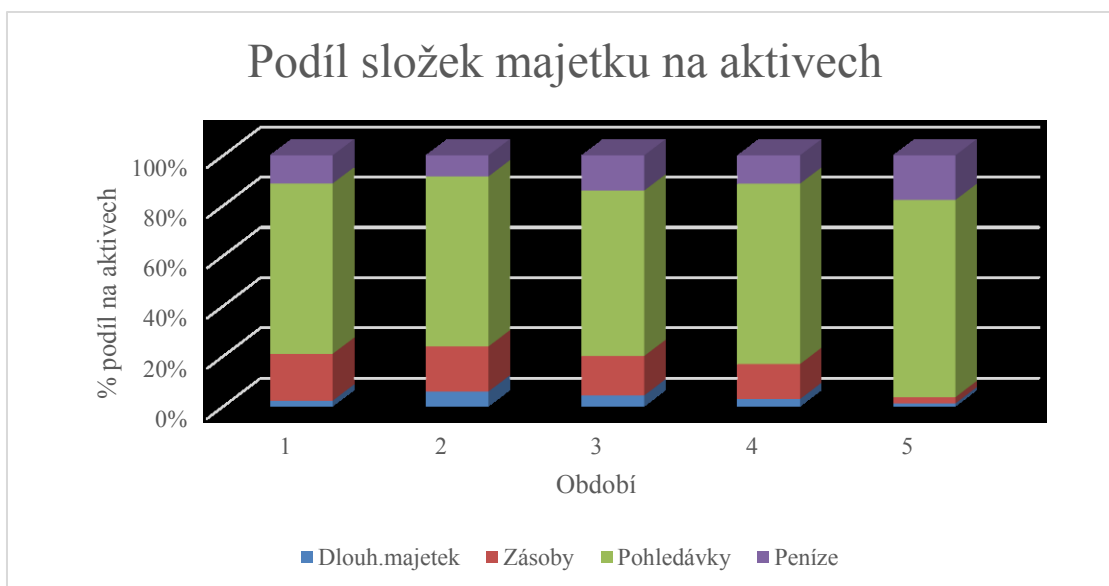
4.2.2 Vertikální analýza

Vertikální analýzu účetních výkazů společnosti Velen SI v hospodářských letech 1 až 5 zachycuje příloha č. 7 a 8.

Z vertikální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- Největší podíl na celkové bilanční sumě aktiv měla položka oběžných aktiv,
- podíl oběžných aktiv na celkových aktivech má rostoucí charakter, díky rostoucím pohledávkám z obchodního styku, tento nárůst byl způsoben zejména nárůstu tržeb,
- pokles podílu zásob na celkové sumě aktiv byl způsoben změnou organizace logistiky v 5. období,
- vlastní kapitál vykázal nárůst podílu na bilanční sumě, zvlášť díky rostoucímu výsledku hospodaření,
- největší podíl na bilanční sumě pasív měly cizí zdroje, největší podíl tvořily krátkodobé závazky z obchodních vztahů, jejichž podíl se pohyboval okolo 60 %.

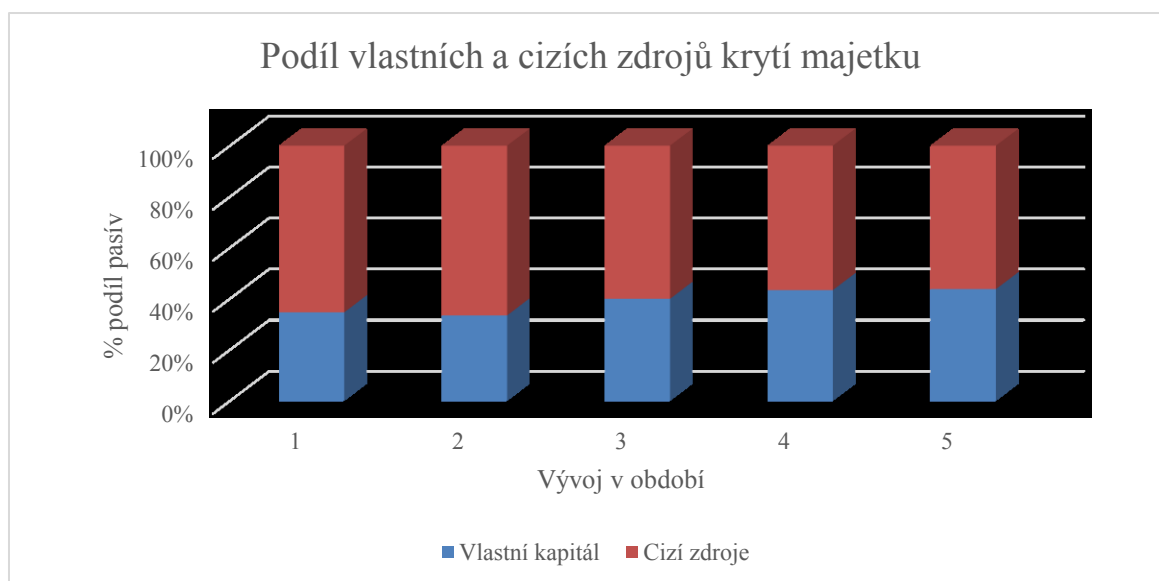
Změny jednotlivých podílů složek majetku na celkové sumě aktiv graficky znázorňuje obrázek 4.2.



Obrázek č. 4.2 Podíly složek majetku na aktivech

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

Vývoj, jak se měnil poměr složek zdrojů krytí majetku znázorňuje obrázek č. 4.3, z něhož je patrný snižující se podíl cizích zdrojů krytí majetku a vyrovnanější podíl vlastních zdrojů.



Obrázek č. 4.3 Podíl vlastních a cizích zdrojů krytí majetku

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

4.2.3 Poměrové ukazatele

Analýza poměrových ukazatelů byla sestavena za období 1-5. Vzhledem k tomu, že společnost v období 1 vykazovala záporný výsledek hospodaření, může působit vývoj některých ukazatelů nerovnoměrně. Následná léta naznačují již stabilnější směr.

a) Ukazatele rentability

Ukazatele rentability hodnotí ziskovost a úroveň využití prostředků vložených do podnikání. Vyhodnocením jednotlivých období byl zjišťován i trend vývoje ukazatelů.

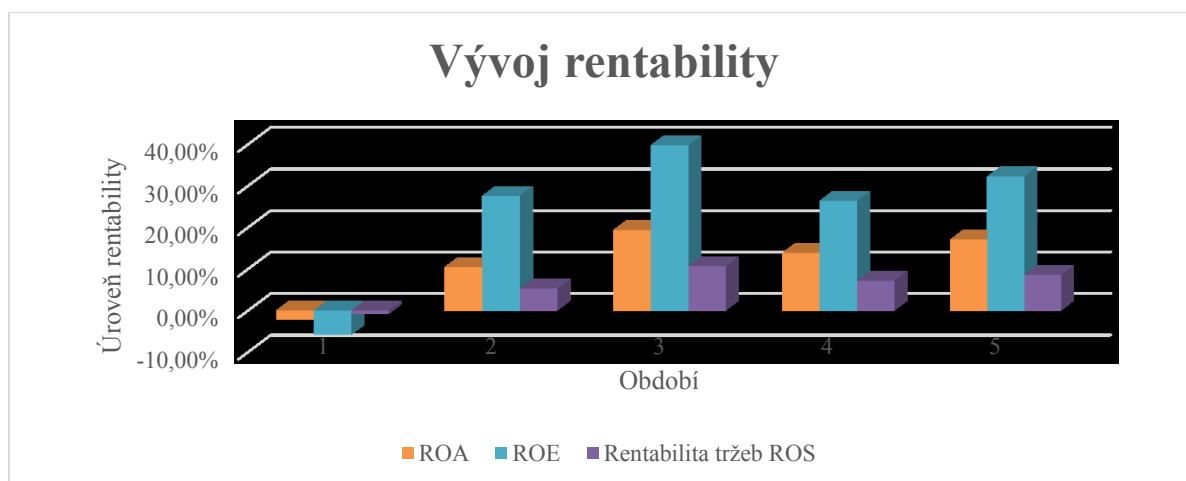
Tabulka 4.2 Ukazatele rentability

Rentabilita (výnosnost)	1	2	3	4	5
Rentabilita celkových aktiv ROA	-2,03%	10,45%	19,36%	13,82%	17,10%
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	-5,86%	27,58%	39,77%	26,37%	32,26%
Rentabilita tržeb ROS	-0,81%	5,28%	10,69%	7,14%	8,59%
Porovnání ROE > ROA	-	+	+	+	+

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Ukazatel rentability aktiv vykazuje mírně se zvyšující trend, celkový průměr posledních pěti let je 11,74 %, přestože sledovaný první rok byla rentabilita záporná. Podobně i ukazatel rentability vlastního kapitálu a rentability tržeb vykazují rostoucí trend. Vztah rentability vlastního kapitálu a rentability aktiv je žádoucí. Ukazatel výnosnosti vlastních zdrojů ROE dosáhl v průměru 24,72 %, budeme-li hodnotit trend poslední čtyř let, dosáhneme vysoké průměrné hodnoty 30 %.

Ukazatel rentability tržeb ROS, prezentující, kolik zisku před zdaněním připadá na 1 Kč tržeb, ukazuje na pomalu zvyšující se úroveň hospodaření firmy, přestože průměrná hodnota 6 % není na vysoké úrovni. Situace dokumentuje ne příliš dobré řízení firmy. Jak je však patrné z obrázku 4.4 celkový trend má žádoucí zvyšující úroveň.



Obrázek č. 4.4 Vývoj rentability v období 1 - 5

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

b) Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují efektivnost, se kterou společnost jednotlivé složky majetku využívá. Hodnotíme jak ukazatele počtu obrátů dané složky majetku za hospodářský rok v tabulce 4.3, ale i dobu obrátu těchto složek majetku.

Tabulka 4.3 Vývoj ukazatelů aktivity

Vývoj ukazatelů aktivity - počet obrátů/rok	1	2	3	4	5
Obrat celkových aktiv	2,55	1,99	1,84	1,95	1,99
Obrátka zásob	13,68	11,07	11,71	13,96	79,63
Obrátka krátkodobých závazků	3,90	2,98	3,06	3,43	3,54
Obrátka krátkodobých pohledávek	3,76	2,93	2,79	2,71	2,54

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

Dobu obrátu aktiv dle tabulky 4.4 lze považovat v porovnání s prvním rokem za rostoucí, ale v dalších letech se nárůst celkové doby stabilizoval. Doba obrátu zásob se změnila v pátém období, neboť došlo ke změně organizace logistiky, jejímž důsledkem byl prudký pokles objemu zásob. Doba obrátu krátkodobých závazků lze vyhodnotit jako stabilní. Doba obrátu krátkodobých pohledávek má rostoucí tendenci, což je nutno považovat za negativní jev

a bude třeba porovnat splatnosti pohledávek a vyhodnotit platební morálku odběratelů. Rostoucí doba obratu pohledávek má vliv na plánování peněžních toků.

Tabulka 4.4 Doba obratu

Vývoj aktivity - doba obratu	1	2	3	4	5
Doba obratu aktiv	141,10	181,06	196,07	185,06	180,71
Doba obratu zásob	26,32	32,52	30,75	25,78	4,52
Doba obratu krátkodobých závazků	92,23	120,84	117,78	104,84	101,68
Doba obratu krátkodobých pohledávek	95,80	122,67	129,23	132,99	141,95

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

c) Ukazatele likvidity

Dostatečná likvidita je jednou z nezbytných podmínek dlouhodobé existence společnosti. Ukazatelé likvidity stojí určitým způsobem proti ukazatelům rentability. Pokud má být firma schopna splácet své závazky řádně a včas, musí držet určité množství peněžních prostředků ve svých oběžných aktivech.

Tabulka 4.5 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity	1	2	3	4	5
Běžná likvidita	9,55	3,79	3,52	3,09	2,67
Pohotovná likvidita	7,73	3,06	2,94	2,64	2,60
Okamžitá (peněžní) likvidita	1,10	0,34	0,52	0,36	0,48

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

Ukazatelé běžné a pohotové likvidity jsou dle tabulky 4.5 relativně na stabilní úrovni, společnost nemá problémy se splácením svých závazků. Disponuje zároveň dostatečným polštářem peněžních prostředků. Na reálnou likviditu podniku má velký vliv čistý pracovní kapitál ČPK. Tento rozdílový ukazatel ovlivňuje platební schopnost podniku. Úspěšná finanční a investiční aktivita podniku je charakterizována právě růstem čistého pracovního kapitálu, který je možno pozorovat v tabulce 4.6.

Tabulka 4.6 Vývoj čistého pracovního kapitálu

Období	1	2	3	4	5
Čistý pracovní kapitál	443 269	496 881	689 313	826 520	1 138 774

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

d) Ukazatelé zadluženosti

O zdrojích financování společnosti, výši věřitelského rizika a event. nebezpečí dalšího zadlužování společnosti podávají informace ukazatelé zadluženosti. Pro management je velmi náročné udržet pro firmu optimální poměr vlastních a cizích zdrojů financování.

Tabulka 4.7 Ukazatelé zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	1	2	3	4	5
Celková zadluženost	65,36%	67,20%	60,07%	56,65%	56,27%
Podíl VK na aktivech	34,63%	33,76%	39,93%	43,35%	43,73%
Úrokové krytí	-2,10	15,29	39,77	35,31	64,10
Finanční páka	2,89	2,96	2,50	2,31	2,29

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

Mírně klesající vývoj ukazatele zadluženosti dle tabulky 4.7 ukazuje na příznivý trend. Přestože je celková zadluženost vyšší, cizí zdroje jsou tvořeny zejména krátkodobými závazky, tedy neúročenými zdroji. Příznivý trend lze pozorovat i u ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech a ukazatele úrokové krytí.

Ukazatel finanční páka vykazuje relativně stabilní hodnotu 2,59 podílu aktiv na vlastním kapitálu.

4.2.4 Závěr finanční analýzy

Společnost Velen SI z pohledu struktury svého majetku vykazuje přijatelné složení. Vlastní kapitál převyšuje stálá aktiva. Celkově majetek podniku vykazuje vzestupnou tendenci. Společnost dosahuje kladné úrovně rentability svých aktiv, která předpokládá dlouhodobou návratnost vložených aktiv. Ukazatele aktivity mají mírně klesající trend, jsou však na nízkých úrovních. Výjimkou je ukazatel obrátkovosti zásob, který v důsledku nových organizačních opatření dosáhl prudkého kladného vzestupu.

Ukazatelé likvidity přes klesající tendenci dosahují vyšších než doporučených hodnot a rostoucí čistý pracovní kapitál svědčí o zlepšující se úrovni řízení podniku. Společnost Velen SI využívá ke svému financování úročený cizí kapitál jen v omezené míře.

Společnost Velen SI vykazuje zvyšující se podíl na trhu, jehož odrazem je růst tržeb, růst zisku a pokles podílu cizích zdrojů.

Na základě závěrů strategické analýzy a finanční analýzy je splněn předpoklad trvání společnosti v dlouhodobém horizontu, tj. předpoklad going-concern. Dané závěry vedou k předpokladu, že budoucí existence společnosti není významně ohrožena.

4.3 Sestavení finančního plánu

Pro perspektivní podnik, respektive společnost, u které je možné sestavit zdůvodněný finanční plán, je výnosové ocenění považováno za základní přístup. Za hlavní metodu výnosového oceňování pak často bývá považována metoda DCF. Její specifikum je v tom, že se při výpočtu hodnoty podílu vychází z reálných peněžních toků, a nikoliv výsledků hospodaření. Skutečnost, že tato metoda vychází z reálných příjmů a je tedy reálným vyjádřením budoucího užítku z drženého statku a odráží tak teoretickou definici hodnoty, je hlavním důvodem použití při zadaném ocenění podniku Velen SI.

Pro ocenění uvedeného podniku byla tedy zvolena metoda DCF entity a vzhledem k tomu, že pro správnost výpočtu je dobré mít komparační parametry, bude provedeno ocenění i metodou srovnatelných transakcí.

Finanční plán byl tedy zpracován na období 6-10, který byl zkorigován na základě historických výsledků, kterých společnost dosahovala, byl zohledněn hospodářský vývoj ve Slovinsku a situace v odvětví, ve kterém firma působí. Délka první fáze byla stanovena s ohledem na vývoj situace v odvětví, ve kterém firma působí na pět let.

Při tvorbě finančního plánu pro období 6 – 10 byla nejvyšší pozornost věnována analýze hlavních faktorů tvorby hodnoty společnosti (generátorům tvorby hodnoty), kterými jsou:

- Tržby,
- provozní zisková marže,
- investice do provozně nutného pracovního kapitálu,
- investice do provozně nutného investičního majetku.

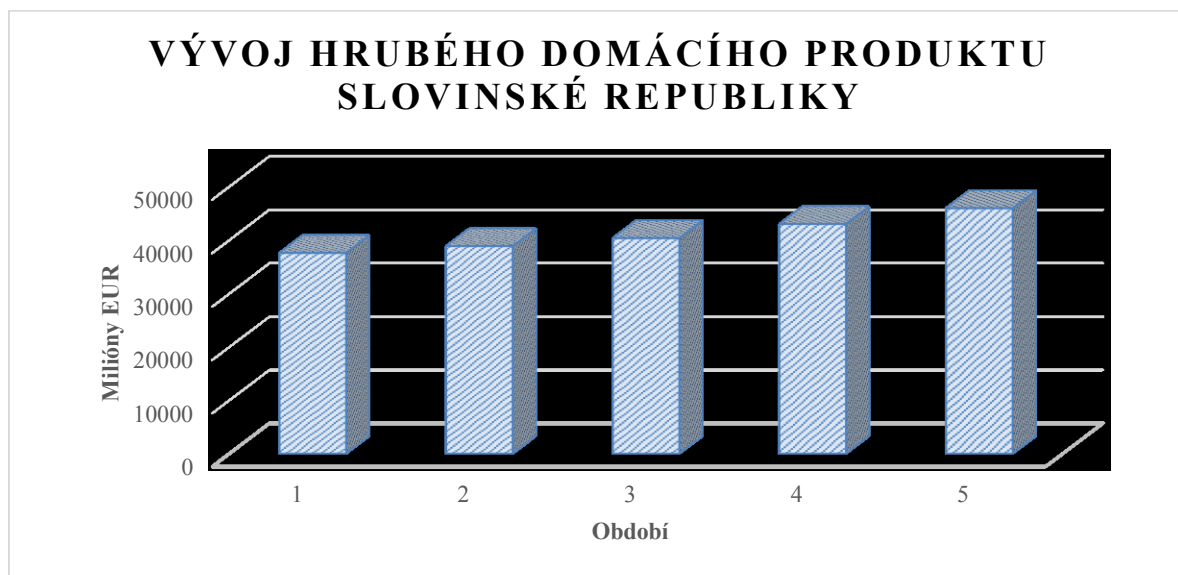
4.3.1 Výnosy, náklady

Plán tržeb společnosti Velen SI vychází z plánů výnosů a nákladů, viz příloha č. 9, poskytnutého vedením společnosti Velen SI a ESORA CZ. Predikce tržeb podniku vychází z:

- velikosti relevantního trhu, kde je ohraničen trh z pohledu celkového prodeje elektrotechniky na daném trhu,
- postavení společnosti Velen SI na jejím trhu.

Při zhodnocení predikce tržeb byl finanční plán v příloze č. 9 v tomto bodě korigován na základě veřejně dostupných informací týkajících se vývoje hospodářství ve Slovinsku,

viz obrázek 4.5, kde je možno zaznamenat stabilní, ale mírný růst, a na základě situace v odvětví, kdy došlo ke zpomalení tempa růstu.



Obrázek 4.5 Vývoj HDP ve Slovinsku

Zdroj: Vlastní zpracování, Stat.si (2019)

Tempo růstu tržeb v předcházejících letech byl v průměru 30 %. Původní managementem navrhované 15 % tempo růstu tržeb bylo sníženo na průměrné 3,5 % v dalších letech. Výjimku tvoří první plánovaný rok s predikovaným propadem objemu tržeb, ve kterém je zohledněn průběh organizačních a strukturálních změn, které v daném okamžiku ovlivní celkový výkon firmy. V následném roce je tento propad vyrovnán a dochází ke zvyšování výkonu organizace. Pro porovnání je v plánu tržeb uvedena skutečnost posledního roku. V plánu byla rovněž zohledněna situace v odvětví, němž společnost působí, a historický vývoj výsledků dosažených společností.

Predikce budoucích příjmů a výdajů ve finančním plánu v příloze č. 9 je provedena v běžných cenách.

4.4 Rozdělení aktiv

4.4.1 Provozně nutný pracovní kapitál

Provozně nutný pracovní kapitál představuje vedle provozně nutného dlouhodobého majetku jednu ze složek celkového investovaného kapitálu.

Pracovní kapitál představuje rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými závazky. Avšak provozně nutný pracovní kapitál proti obvyklému výpočtu obsahuje dvě důležité modifikace:

- Od běžných aktiv se odečítá pouze neúročený cizí kapitál a
- složky oběžných aktiv a neúročeného cizího kapitálu se započítávají pouze v provozně nutném rozsahu (včetně položek časového rozlišení).

Pracovní kapitál společnosti Velen SI je v 5. období ovlivněn zavedením systému eurologistiky prostřednictvím firmy ESORA CZ. V konečném důsledku opatření znamenala výrazné snížení zásob zboží. Plán pracovního kapitálu je sestaven po konzultaci s managementem společnosti Velen SI i vedením firmy ESORA CZ.

Pro analýzu a prognózu pracovního kapitálu jsou tabulce 4.8 použity rozhodující ukazatele aktivity, jako jsou doba obratu pohledávek, doba obratu zásob a doba splatnosti krátkodobých závazků. Tyto ukazatele aktivity jsou vztaženy k výkonovým položkám, tržbám, viz modifikovaný vzorec 4.1 a 4.2.

$$\text{Plánovaný objem zásob} = \frac{\text{doba obrátky zásob} \cdot \text{tržby}}{360}. \quad (4.1)$$

$$\text{Plánovaný objem pohledávek} = \frac{\text{doba obrátky pohledávek} \cdot \text{tržby}}{360}. \quad (4.2)$$

Velikost plánovaných složek pracovního kapitálu na jednotlivé roky je patrný z přílohy č. 10.

Obchodní závazky jsou naplánovány s ohledem na obvyklou dobu splatnosti závazků Velen SI, která dělá průměrně 42 dní, jak lze vypočítat dle modifikovaného vzorce 4.3.

$$\text{Plánovaný objem závazků} = \frac{\text{doba obrátky závazků} \cdot \text{tržby}}{360}. \quad (4.3)$$

U krátkodobého finančního majetku se vychází z likvidity potřebné pro standardní chod společnosti, tj. peněžní likvidity (likvidita I. stupně).

S ohledem na vývoj likvidity v minulosti, kdy se pohybovala mezi 0,32 a 0,52, byla stanovena úroveň peněžní likvidity. Dále provozně nutný krátkodobý finanční majetek je stanoven tak, že potřebná výše ukazatele peněžní (okamžité) likvidity činí 0,4 a z toho vycházíme při výpočtu provozně nutných peněžních prostředků, viz vzorec 4.4.

$$\text{Provozně nutné peníze} = \text{peněžní likvidita} \cdot \text{krátkodobé závazky}. \quad (4.4)$$

K datu ocenění je považován veškerý finanční majetek jako provozně nenutný, neboť hodnota pohledávek více jak čtyřikrát převyšuje hodnotu závazků, a proto peněžní tok z pohledávek bude plně postačovat k plnění závazků společnosti Velen SI.

Položky časového rozlišení se vzhledem k jejich malé významnosti mohou plánovat jako pevná částka nebo na základě podílu na tržbách. V plánu pracovního kapitálu, v příloze č. 10, nejsou položky časového rozlišení počítány, neboť v minulosti neovlivnily finance podniku vůbec nebo jen zcela bezvýznamně. Závěrečné schéma výpočtu pracovního kapitálu je patrné z tabulky 4.8.

Tabulka 4.8 Schéma výpočtu vlastního kapitálu

Zásoby	+
Pohledávky z obch. styku	+
Provozně nutné peníze	+
Časové rozlišení aktiv	+
Obchodní závazky	-
Ostatní zahrnuté závazky a rezervy	-
Časové rozlišení pasív	-
Nezbytný pracovní kapitál	celkem

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

4.4.2 Provozně nutný dlouhodobý majetek

Jak již bylo uvedeno v předchozím textu, tvoří provozně nutný dlouhodobý majetek malou část celkového investovaného kapitálu do společnosti. Do provozně nutného dlouhodobého majetku v případě Velen SI patří dlouhodobý hmotný majetek.

Investice do dlouhodobého majetku Velen SI byly naplánovány při zohlednění charakteru majetku a jeho předpokládané obnovy ve výši plánovaných odpisů a pro následující roky nad úrovní plánovaných odpisů, viz příloha č. 11.

4.4.3 Cizí zdroje

Velen SI využívá pro své financování úročený cizí kapitál poskytnutý společností ESORA SK, a to ve výši 100 000,- EUR. Úroková sazba byla sjednána na 2,25 %. Úroky jsou placeny zpětně, za úvěr poskytnutý v předchozím roce.

S ohledem na výši pracovního kapitálu společnosti k datu ocenění, je plánováno se zvýšením tohoto úvěru na 150 000 EUR, jak je patrné z tabulky 4.9.

Tabulka 4.9 Úročený zdroj financování

EUR / Období	6	7	8	9	10
Úročený zdroj	100 000	150 000	150 000	150 000	150 000
% sazba	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%
Výše úroku	2 250	3 375	3 375	3 375	3 375

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

4.4.4 Účetní výkazy I. fáze plánu

Plán jednotlivých položek majetku, zdrojů jeho financování a vývoje hospodaření v první fázi plánu (období 6 – 10) je patrný z přílohy č. 12 a 13.

4.4.5 Výpočet volných peněžních toků

Pro vlastní hodnotu společnosti je zásadním ukazatelem její schopnost reprodukce a vytváření provozního zisku, který je také základem použité metody ocenění, to znamená, že tato metoda vychází z provozního peněžního toku. V jeho výpočtu je nutné odečíst investice, které jsou podmínkou k dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je tzv. volné cash flow (FCFF). Jeho výpočet je proveden dle následujícího postupu, který je naznačen v tabulce 4.10.

Tabulka 4.10

Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) před daněmi a odpisy (EBITDA)	+
Upravená daň z příjmů	-
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy po daních	=
Úpravy o nepeněžní operace	+ -
Investice brutto do provozně nutného pracovního kapitálu ↑	-
Investice do dlouhodobého majetku	-
Volné cash flow (FCFF)	=

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření (před daněmi a odpisy) je tedy v podstatě provozní výsledek hospodaření před odpisy upravený o náklady a výnosy, které nesouvisí s provozně nutným majetkem a dále o jednorázové položky, které se pravidelně neopakují, především mimořádné náklady a výnosy. Od takto upraveného výsledku hospodaření odečteme daň z příjmů. Dále odečítáme nepeněžní operace, které byly zahrnuty do provozního výsledku hospodaření. Hospodářský výsledek je nutno opravit o změnu stavu nutného pracovního kapitálu, přičemž meziroční zvýšení nutného pracovního kapitálu je nutno odečíst, a naopak snížení nutného pracovního kapitálu zvyšuje peněžní tok. Meziroční změna stavu investic nutných do provozní oblasti ovlivní peněžní tok záporně, tj. o zvýšení investic je nutno peněžní tok snížit.

Výpočet volného cash flow pro období plánu (období 6 – 10) je patrný z přílohy č. 14.

4.4.6 Náklady kapitálu

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu byl použit modifikovaný model oceňování kapitálových aktiv. Ten pro nedostupnost informací (nutných vstupních údajů) ze zahraničních kapitálových trhů byl stanoven analogicky z obdobných projektů znalecké obchodní společnosti.

Vyhodnocení nákladů vlastního kapitálu je patrné z přílohy č. 15. Náklady cizího kapitálu byly stanoveny dle podmínek poskytnuté půjčky ve výši 2,25 %. Hodnota průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) – diskontní faktor je stanoven ve výši 11,227 %.

4.5 Ocenění metodou DCF entity

Metoda DCF entity bývá koncipována zpravidla jako dvoufázová. Pro první fázi se vychází z detailního plánu, na jehož základě je prognózován volný peněžní tok pro jednotlivé roky. Délka první fáze byla stanovena na pět let, neboť na základě stávajícího vývoje je předpoklad, že po uplynutí této doby podnik dosáhne určitého stavu rovnováhy a stabilizace. Po uplynutí této doby je tedy možno předpokládat, že podnik bude poskytovat stabilní výnosy z investice růst tržeb bude pokračovat souvislým tempem, což předpokládá i konstantní výši kladné marže. Po této době je předpoklad stabilizace a další rozšíření trhu firmy.

Druhá fáze, je-li splněna podmínka going-concern, trvá od konce fáze první do nekonečna. Hodnota podílu společnosti v období druhé fáze se pak nazývá jako pokračující hodnota (PH).

4.5.1 Současná hodnota první fáze plánu

Hodnota brutto společnosti, resp. podílu společnosti se zjistí jako součet predikovaných volných peněžních toků (FCFF) diskontovaných na současnou hodnotu k datu ocenění.

Volný peněžní tok pro jednotlivé roky plánu a pokračující hodnotu byl stanoven výše, stejně jako kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Převod volného cash flow na současnou hodnotu je předmětem přílohy č. 16.

Současná hodnota volných peněžních toků za období první fáze plánu (suma FCFF za období 6 – 10) činí **1 987 111 EUR**.

4.5.2 Pokračující hodnota a její současná hodnota

Hodnota společnosti za období druhé fáze bývá v odborné literatuře označována za tzv. pokračující hodnotu. Pokračující hodnota (PH) byla stanovena pomocí tzv. Gordonova vzorce 4.5, který bývá běžně používán při ocenění akcií na základě dividend.

$$CV = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g}, \quad (4.5)$$

kde CV (PH) je pokračující hodnota II. fáze, T je poslední rok prognózovaného období, FCF_{T+1} je úroveň disponibilních peněžních příjmů v prvním roce II. fáze, $WACC$ je vážený průměr nákladů kapitálu a g je předpokládané tempo růstu volného peněžního toku celé druhé fáze, tj. do nekonečna.

Volný peněžní tok pro první rok druhé fáze je za předpokladu, že poslední rok první fáze nezohledňuje žádné mimořádné vlivy. Úroveň disponibilních peněžních příjmů v prvním roce II. fáze je vypočten dle vzorce 4.6

$$FCF_{T+1} = FCF_T \cdot (1 + g), \quad (4.6)$$

kde FCF_T je volný peněžní tok posledního prognózovaného období a g je předpokládané tempo růstu volného peněžního toku celé druhé fáze.

Volný peněžní tok pro první rok druhé fáze plánu (tzv. období 11) vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) na úrovni posledního roku první fáze (rok 10), zvýšeného o předpokládané tempo růstu a snížený o plánovanou míru investic.

Tempo růstu volného peněžního toku pro druhou fázi plánu bylo stanoveno po posouzení všech relevantních aspektů, zejména s ohledem na potenciál oceňované společnosti a atraktivitu relevantního trhu.

Vlivem kladných investic netto a rostoucího korigovaného výsledku hospodaření po zdanění dochází v posledních letech první fáze ke stabilizaci rentability investovaného kapitálu. Současně dochází pro druhou fázi i k růstu rentability investic.

Na základě výše uvedených předpokladů bylo tempo růstu volného peněžního toku pro druhou fázi stanoveno s přihlédnutím k míře a rentabilitě investic na 2 % p. a., kalkulovaná úroková míra byla stanovena ve výši 11,27 %.

Volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele v roce následujícím po I. fázi, dle výpočtu v příloze č. 17, tak dosahuje výše 431 610 EUR.

Výpočet pokračující hodnoty podle Gordonova vzorce je uveden v příloze č. 18 a činí 3 599 749 EUR. Převod na současnou hodnotu vykazuje příloha č. 19 a činí EUR 2 114 565,-.

Současná hodnota druhé fáze tedy činí k datu ocenění **2 114 565 EUR**. Pro výpočet brutto hodnoty podniku je nutno sečíst hodnotu obou fází.

Hodnota brutto pak činí 1 987 111 (I. fáze) + 2 114 280 (PH) = 4 101 391 EUR.

4.5.3 Hodnota netto společnosti Velen SI

Hodnota společnosti Velen SI se stanoví jako hodnota brutto mínus úročený cizí kapitál a rezervy. K datu posledního dne roku 5 měla společnost úročený cizí kapitál ve výši 250 000 EUR, o který je nutno hodnotu společnosti snížit.

Hodnota společnosti Velen SI netto činí $4\,101\,391 - 250\,000 = 3\,851\,391$ EUR.

4.5.4 Výsledná hodnota metodou DCF entity

Firma Velen SI vykazuje k datu ocenění provozně nepotřebný majetek v podobě peněžních prostředků na účtech ve výši 328 103 EUR. Jedná se o veškerou peněžní likviditu společnosti. Hodnota pohledávek více jak čtyřikrát převyšuje hodnotu závazků, tudíž k uspokojení existujících závazků stačí inkasované peníze (cash flow) z pohledávek, a proto tyto peněžní prostředky nejsou z hlediska provozu nutné. Provozně nepotřebné prostředky byly vyčleněny z výpočtu, proto je nutno tento provozně nepotřebný majetek do výpočtu hodnoty vlastního kapitálu v závěru přičíst.

Výsledná hodnota se stanoví jako součet hodnoty netto společnosti a hodnoty provozně nepotřebného majetku.

Shrnutí kalkulace výsledné hodnoty vlastního kapitálu společnosti Velen SI je uvedeno v příloze č. 20 a výsledná hodnota společnosti Velen SI činí 4 179 494 EUR.

Hodnota 100% podílu na společnosti Velen SI stanovena metodou DCF, variantou Entity činí k datu ocenění a po zaokrouhlení **4 179 000 EUR**.

4.6 Ocenění metodou srovnatelných transakcí

Jako druhý způsob ocenění byla použita metoda srovnatelných transakcí. Metoda srovnatelných transakcí vychází ze srovnání s podobnými společnostmi, které byly jako celek předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu. V oceňovací praxi se ustálil postup, jak dospět k oceňování společnosti touto metodou.

Tento postup se skládá z následujících kroků:

- analýza stavu a vývoje příslušného odvětví,
- analýza celkového stavu a vývoje společnosti,
- finanční analýza společnosti,
- výběr srovnatelných obchodních společností,
- výběr vhodných násobitelů (multiplikátorů),
- výpočet hodnoty různými metodami,
- odvození konečné hodnoty.

Analýzy zmíněné v prvních čtyřech odrážkách byly již provedeny v kapitolách výše, a proto budou dále hodnoceny následující body.

První transakční násobitelé jsou založeni na porovnání společnosti Velen SI s obdobnými společnostmi na trhu, které se staly předmětem nějaké transakce (koupě, fúze, prodej) v určitém časovém úseku a blízké lokalitě.

Srovnatelné společnosti pro účely ocenění touto metodou byly vybrány dle následujících kritérií:

- odvětví wholesale elektrotechnik,
- datum transakce,
- blízkost lokality,
- vyřazení společnosti s nedostupným násobkem EBITDA/brutto hodnota společnosti,
- manuální filtr, selekce potenciálních firem.

Vzhledem k dostupnosti (nedostupnosti) finančních transakcí v oblasti obdobných firem, byl zvolen násobitel na úrovni 7,2 (MergerMarket 2019). Takovýto násobitel odpovídá společnosti typu Velen SI, který byl dosažen při prodeji strategickému či finančnímu investorovi.

Nejčastěji jsou v rámci metody srovnatelných transakcí používány následující násobitelé:

- EBIT/hodnota společnosti brutto,
- EBITDA/hodnota společnosti brutto.

Vzhledem k tomu, že EBIT je obecně ovlivněn odpisovou politikou jednotlivých společností a výsledné odpisy pak nemusí odpovídat skutečnému ekonomickému vyjádření opotřebení majetku, byl pro opotřebení zvolen násobitel EBITDA/hodnota společnosti brutto.

S ohledem na výsledky finanční analýzy byla zvolena hodnota násobitele na úrovni 7,2.

Hodnota brutto společnosti je potom stanovena jako vzorec 4.7:

$$\text{hodnota brutto} = \text{násobitel za transakce} \cdot \text{ukazatel oceňované společnosti} \quad (4.7)$$

Vzhledem k rostoucímu trendu v oblasti tržeb i EBITDA byl zvolen jako ukazatel ocenění společnosti Velen SI průměr hodnot EBITDA v posledním období před oceněním a v prvním období I. fáze (období 5 a 6), jak je uvedeno v tabulce 4.11.

Tabulka 4.11 Hodnota ukazatele EBITDA

Rok	5	6	Průměr
EBITDA	341 404	462 746	402 075

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

Hodnota společnosti brutto je stanovena jako součin ukazatele EBITDA a stanoveného násobitele, jak je uvedeno v tabulce 4.12.

Tabulka 4.12 Hodnota brutto

Ukazatel	Hodnota	Násobitel	Hodnota EUR
EBITDA	402 075	7,2	2 894 940

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

Hodnota brutto dle výše uvedeného vztahu činí 2 894 940 EUR. Výsledná hodnota netto byla stanovena dle shodného postupu jako v případě metody DCF, viz tabulka 4.13, a činí **2 973 043 EUR**.

Tabulka 4.13 Výsledná hodnota společnosti

Hodnota	EUR
Hodnota podniku brutto	2 894 940
Snížení o úročený cizí kapitál	-250 000
Hodnota podniku netto	2 644 940
Provozně nepotřebný majetek	328 103
Výsledná hodnota společnosti	2 973 043

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

Hodnota 100% podílu na společnosti Velen SI stanovena metodou srovnatelných transakcí činí k datu ocenění a po zaokrouhlení **2 973 000 EUR**.

5 Porovnání a zhodnocení výsledků

Pro splnění daného cíle bylo použito více metod ocenění. Jednalo se o:

- výnosovou metodu diskontovaných peněžních toků DCF, variantu entity,
- metodu tržního porovnání – srovnatelných transakcí.

Každá z uvedených metod byla postavena na jiném základě, přesto vedla k obdobnému výsledku. Z logiky zákona o obchodních korporacích je však zřejmé, že výsledná hodnota nemůže být určena jako interval (průměr), ačkoliv by to z povahy věci bylo správnější, ale pouze jedna konkrétní částka.

Výsledná hodnota může být, je-li k dispozici několik odlišných hodnot zjištěných různými metodami, stanovena na úrovni:

- Průměru hodnot zjištěných, ať již na základě všech či některých z použitých metod, byť by se jednalo o průměr vážený. Odborná literatura tento postup jednoznačně nedoporučuje.
- Konkrétní hodnoty zjištěné pouze jednou z použitých metod – každé z použitých metod by měla být přiřazena v rámci výsledného ocenění určitá váha, a to po zvážení charakteru jednotlivých metod, posouzení situace oceňované společnosti, zhodnocení kvantity a kvality vstupních dat a podobně. Výsledky ostatních metod by pak měly vytvořit jakýsi rámec pro hodnotu zvolenou jako základní.

Na základě výše uvedených doporučení a po zvážení všech relevantních skutečností byla zvolena výsledná hodnota na úrovni hodnoty stanovené metodou diskontovaných peněžních toků, varianta entity.

Shrnutí výsledků ocenění v tabulce 5.1 je následující:

Tabulka 5.1. Porovnání výsledků ocenění

Metoda ocenění	Hodnota ocenění	Váha ve výsledné hodnotě	Výsledná hodnota
Diskontované peněžní toky, varianta Entity	4 179 494	1	4 179 494
Metoda srovnatelných transakcí	2 973 043	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

Výsledná hodnota společnosti Velen SI činí po zaokrouhlení **4 179 000 EUR**.

6 Závěr

Cílem diplomové práce bylo zjištění objektivní hodnoty společnosti Velen SI za účelem odkoupení firmou ESORA CZ a jejího připojení do seskupení obchodních společností se stejným typem sortimentu a podobné struktury trhu. Konečným záměrem je vytvoření velké nadnárodní společnosti pod jednotným vedením, se společnou vizí a tomuto podřízenými strategiemi. V důsledku těchto kroků velká firma bude lépe odolávat silné konkurenci velkých, již zavedených společností, pronikajících na stávající trh zemí východního bloku. Vytvořením silné společnosti využívající synergického efektu ze spojení firem zemí, mající podobný politický, kulturní, společenský a geografický základ, vznikne silná organizace, lépe odolávající vlivům globalizace. Jedině finančně silná společnost může rychleji zavádět nejnovější technologie a novinky ve všech oblastech podnikání. Daří se jí lépe zavádět nejnovější informační systémy, nové systémy organizace práce a řízení, využívat nejnovějších poznatků vědy a výzkumu a uvádět je do praxe. Tak vznikne silný prosperující konkurenceschopný podnik, který je však pružný a dovede rychle reagovat na neustále se měnící podmínky trhu.

Exaktním postupem odpovídajícím současným ekonomickým postupům v oblasti oceňování byla zjištěna objektivní výsledná hodnota obchodní společnosti v úrovni 4 179 000 EUR, která může dovést zamýšlenou transakci ke spokojenosti obou stran.

Seznam použité literatury

Odborná kniha

1. BIEHL, Werner., *Investition und Innovation*, Mainz: Akademie der Wissenschaften und Literatur, 1982. 236 s. ISSN 0002-2977.
2. BORYS, Morgese M. a ZEMČÍK, Petr. *Size and Value Effects in the Visegrad Countries*. Praha: CERGE-EI, 2009. 28 s. ISBN 978-80-7343-192-1.
3. DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: EKOPRESS, 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
4. DRÁBEK, J., MERKOVÁ, M., POLÁCH J., POLÁCH J., jr., *Reálné a finanční investice*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2012. 263 s. ISBN 978-80-7400-436-0.
5. DVOŘÁK, T. *Akciová společnost a Evropská společnost*. 2. vyd. Praha: ASPI, 2009. 936 s. ISBN 978-80-7357-430-7.
6. HÜTTNER, D., NOVOTNÝ J., NEŠPORKOVÁ R. *Základy oceňování majetku*. Ostrava: Vysoká škola podnikání, a. s. v Ostravě, 2008. 93 s. ISBN 978-80-74100-007-9.
7. CHAMBERLAIN, T. W. (2008). Liquidity, Profitability and Business Investment. *International Advances In Economic Research*, Vol. 14, No. 3, s. 350-351.
8. KAŠÍK, Josef a Jiří FRANEK. *Základy podnikové diagnostiky*. Ostrava: VŠB – TU Ostrava, 2015. 174 s. ISBN 978-80-248-3888-5.
9. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
10. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*, 2. vyd. Praha: EKOPRESS, 2018. 548 s. ISBN 978-80-87865-42-2.
11. MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
12. MAŘÍK, Miloš. *Vybrané problémy oceňování podniku. Sborník kolokvií Katedry financí a oceňování podniku Vysoké školy ekonomické v Praze*. Praha: Oeconomica, 2007. 112 s. ISBN 978-80-245-1295-2.

13. MAŘÍKOVÁ, Pavla a MAŘÍK, Miloš. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.
14. KOHLI, Kedar N. *Economic Analysis of Investment Projects: A Practical Approach*. 1. Publ. Hong Kong: Oxford University Press, 1993. 14, 198 s. ISBN 0-19-585937-5.
15. MÁČE, M., *Finanční analýza investičních projektů*, 1. vyd. Praha: GRADA, 2006. 76 s. ISBN 80-247-1557-0.
16. MULÁČOVÁ, V., MULAČ, P., & kolektiv, *Obchodní podnikání ve 21. století*. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4780-4.
17. PAVELKOVÁ, Drahomíra a KNÁPKOVÁ, Adriana. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.
18. PRATT, Shannon P. a Alina V. NICULITA. *Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies*. 5th ed. New York: McGraw-Hill, 2008. 1098 s. ISBN 978-0-07-144180-3.
19. ŠPATNÁ, Blanka. *Přeshraniční a nadnárodní fúze obchodních společností z ČR a dalších členských států EU*. Ostrava: KEY Publishing s. r. o., 2010. 272 s. ISBN 978-80-87255-41-4.
20. VALACH, Josef a kol. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2.
21. VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. 246 s. Finanční řízení. Finance. ISBN 978-80-247-3647-1.
22. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky*. Dostupný také z:
<https://cse.google.com/cse?cx=015489265366623571386%3Aizzrwwg3bmqm&q=513%2F1991&ok.x=0&ok.y=0>
23. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. In: *Úplné znění č. 900*. Ostrava-Hrabůvka: Nakladatelství Sagit a.s., 2015. ISBN 978-80-7208-920-8.
24. Zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích). In: *Úplné Znění č. 1013*. Ostrava-Hrabůvka: Nakladatelství Sagit a.s., 2015. ISBN 978-80-7488-039-1. Dostupný také z:
<https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-90>

25. Zákon č. 360/2004 Sb., o Evropském hospodářském zájmovém sdružení (EHZS). In: *Úplné Znění č. 1013*. Ostrava-Hrabůvka: Nakladatelství Sagit a.s., 2015. ISBN 978-80-7488-039-1.
Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-90?text=evropsk%C3%A9%20hospod%C3%A1%C5%99sk%C3%A9%20z%C3%A1jmov%C3%A9%20sdru%C5%BEen%C3%AD>
26. Zákon č. 627/2004 Sb. o evropské společnosti. In: *Úplné Znění č. 1013*. Ostrava-Hrabůvka: Nakladatelství Sagit a.s., 2015. ISBN 978-80-7488-039-1. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-90?text=evropsk%C3%A1%20spole%C4%8Dnost>
27. *Úřední oceňování majetku ...: zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění zákona č. ... Sb. ..., vyhláška Ministerstva financí č. ... Sb., k provedení zákona o oceňování majetku (oceňovací vyhláška) ve znění vyhlášky č. ... Sb. ...: účinnost od ...* Česko. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., [2018]- .

Elektronické dokumenty a ostatní

28. Ministerstvo Financí ČR, Letenská 15 Praha 1. *Majetkové daně a oceňování. Oceňovací předpis 2017 – úplné pracovní znění* [online]. MFČR: 2005-2013. [cit. 11. 4. 2017]
Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty/2017/ocenovaci-predpis-2017-uplne-pracovni-zn-27144>
29. Ministerstvo spravedlnosti ČR, Praha 1. Veřejný rejstřík a Sběrka listin. *Veřejný rejstřík podle subjektů* [online]. MSČR: 2012-2015. [cit. 11. 3. 2019] Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-%24firma?>
30. EUR-Lex. Přístup k právním Evropské Unie. *Dokument 32003H0361. Doporučení Komise ze dne 6. května 2003 o definici mikropodniků, malých a středních podniků* [online]. [cit. 11. 3. 2019] Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=celex:32003H0361>
31. International Valuation Standards Council (IVSC). *Rada pro Mezinárodní oceňovací standardy* [online]. London. [cit. 23. 1. 2019] Dostupné z: <https://www.ivsc.org/>

32. Bloomberg LP. S&P Global Market Intelligence. *Přehled společnosti MergerMarket Limited* [online]. [cit. 4. 4. 2019].
<https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=425987>
33. Patria Online a. s. Patria finance: *Akademie investování* [online]. Patria.cz [cit. 4. 4. 2019]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/slovník/196/ebitda-marže.html>
34. Statistični urad Republika Slovenija. *Bruto domači proizvod, Slovenia, letno* [online]. SI-STAT [cit. 4. 4. 2019]. Dostupné z: <https://pxweb.stat.si/pxweb/Dialog/Saveshow.asp>
35. Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku), ve znění pozdějších předpisů. In: *Sbírka zákonů České republiky* [online]. [cit. 4. 4. 2019]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty/2017/ocenovaci-predpis-2018-30534>
36. BusinessCenter. *Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví v platném znění*. In: *Sbírka zákonů České republiky* [online]. Internet info s. r. o. 1998-2019 [cit. 4. 4. 2019]. Dostupné z: <https://business.center.cz/business/pravo/zakony/ucto/>
37. Zákon č. 586/1992 Sbírky v platném znění. In: *Sbírka zákonů České republiky* [online]. MVČR [cit. 4. 3. 2019]. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=333/1998&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy
38. BusinessCenter. *Vyhláška č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví*. [online]. Internet info s. r. o. 1998-2019 [cit. 4. 3. 2019]. Dostupný z: <https://business.center.cz/business/pravo/zakony/ucto-v2002-500/>
39. Interní zdroje společnosti

Seznam zkratek

ČPK	čistý provozní kapitál
EAT	čistý zisk po zdanění
EBIT	zisk před daněmi
EBITDA	zisk před úroky, daněmi a odpisy
DF	diskontní faktor
DCF	diskontovaný peněžní tok (cash flow)
FCF	free cash flow
FCFF	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele, free cash flow firm
INV	náklady na investici, investiční náklady
IVSC	International Valuation Standards Council
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
NACE	klasifikace ekonomických činností
NOPAT	provozní výsledek hospodaření po zdanění
NPV	čistá současná hodnota (<i>Net Present Value of Investment</i>)
OSVČ	osoba samostatně výdělečně činná
PH	pokračující hodnota
PP	doba úhrady (<i>payback period</i>)
PV	diskontovaný příjem, současná hodnota investice (<i>present value</i>)
PVH	provozní výsledek hospodaření
R	úroková míra
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROCE	rentabilita investovaného kapitálu (<i>Return on Capital Employed</i>)
roční CF	průměrné roční cash flow
TČZ	trvalý čistý zisk
V	value, hodnota
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	vážený průměr nákladů kapitálu
ZS ČPK	změna stavu čistého pracovního kapitálu

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. - autorský zákon, zejména § 35 - užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 - školní dílo;
- беру на vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečné, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 26. 4. 2019



jméno a příjmení studenta